



Documents hors série de l'OCDE sur la politique du marché du travail et la politique sociale No. 21

Les régimes de retraite
privés dans les pays
de l'OCDE : Le Royaume-
Uni

E. Philip Davis

<https://dx.doi.org/10.1787/560675708185>

**POLITIQUE DU MARCHE DU TRAVAIL ET POLITIQUE SOCIALE
DOCUMENTS HORS SERIE - N°21**

**LES REGIMES DE RETRAITE PRIVES DANS LES PAYS DE L'OCDE -
LE ROYAUME-UNI**

E. Philip Davis

ORGANISATION DE COOPERATION ET DE DEVELOPPEMENT ECONOMIQUES

Paris

53868

Document complet disponible sur OLIS dans son format d'origine

Complete document available on OLIS in its original format

**DIRECTION DE L'ÉDUCATION, DE L'EMPLOI, DU TRAVAIL ET
DES AFFAIRES SOCIALES**

DOCUMENTS HORS SÉRIE

Le but de cette série de documents est de fournir à un plus grand nombre de lecteurs des études sur les politiques sociales et du marché du travail destinées à l'origine à un usage interne à l'OCDE. En général, ces études ont un caractère collectif, et seuls les auteurs principaux sont cités nommément. Les documents ne sont généralement disponibles que dans leur langue d'origine -- anglais ou français -- avec un résumé dans l'autre langue.

Les commentaires sont les bienvenus, et sont à envoyer à la Direction de l'éducation, de l'emploi, du travail et des affaires sociales, 2, rue André-Pascal, 75775 PARIS CEDEX 16, France. Des exemplaires supplémentaires, en nombre limité, sont disponibles sur demande.

Les opinions exprimées et les arguments employés dans ce document sont la responsabilité des auteurs, et ne représentent pas nécessairement ceux de l'OCDE.

Les demandes de reproduction ou de traduction doivent être adressées à :

**M. le Chef du Service des Publications
OCDE
2, rue André-Pascal
75775 Paris, Cedex 16
France**

Copyright OCDE 1997

RESUME

Ce volume fait partie d'une série de monographies sur les régimes de retraite privés dans les pays de l'OCDE. Les volumes précédents ont été consacrés à la situation du Canada, de l'Irlande, de la Nouvelle-Zélande et des Etats-Unis.

Le système de pensions du Royaume-Uni présente un certain nombre de spécificités. La part des pensions du régime public dans les revenus de retraite a régressé. Le vieillissement de la population va entraîner une diminution du nombre d'actifs relativement au nombre de retraités, mais compte tenu des faibles taux des pensions servies par le régime public, il ne sera pas nécessaire de procéder à un relèvement important des taux de cotisation pour faire face aux dépenses de pensions. Les régimes de retraite d'entreprise financés par capitalisation sont très développés et la proportion de leurs actifs par rapport au PIB est parmi la plus élevée des pays de l'OCDE. Le nombre de personnes couvertes par des plans de retraite privés individuels augmente rapidement. D'après certaines indications, ces fonds de pension ont favorisé l'épargne et accru l'offre de capitaux à long terme, stimulant ainsi le développement des marchés financiers.

Compte tenu du poids des régimes de retraite privés au Royaume-Uni, les débats qu'ils suscitent ne peuvent qu'intéresser les responsables politiques d'autres pays qui envisagent de développer le rôle du secteur privé. Trois facteurs ont largement contribué au développement des pensions privées.

Premièrement, le régime de retraite public n'assure qu'une couverture minimum et l'incitation à prendre d'autres dispositions pour s'assurer un revenu de retraite est forte. Toutefois, étant donné le faible montant des pensions servies par le régime public, une proportion non négligeable de retraités ne peut conserver un niveau de vie décent que grâce à des prestations assorties de conditions de ressources.

Les régimes de retraite d'entreprise couvrent une grande partie des actifs. Les mesures prises pour encourager la souscription de plans de retraite individuels sont un moyen à la fois d'étendre la couverture vieillesse aux salariés des petites entreprises non syndiquées (où les régimes de retraite professionnels sont moins répandus), et de faire concurrence aux régimes professionnels, ce qui peut conduire à améliorer leurs performances.

Deuxièmement, les arguments en faveur de l'instauration d'un régime fiscal favorable aux fonds de pension ont convaincu les britanniques. Pourtant, la générosité du régime d'imposition sur le revenu des retraités par rapport à celui des actifs ne semble guère justifiée. La dégressivité des effets redistributifs des avantages fiscaux est une source de préoccupation. De plus, le coût des mesures en faveur de la souscription de plan de retraite individuels se révèle disproportionné par rapport aux économies que ces mesures ont généré pour le système de sécurité sociale.

Troisièmement, la réglementation applicable aux régimes de retraite professionnels réalise un bon compromis entre le coût de ces régimes pour l'employeur et la protection des affiliés. Par exemple, les déficits temporaires des régimes de pensions ne sont pas pénalisés et les règles comptables privilégient les revenus plutôt que la valeur boursière, évitant ainsi de défavoriser involontairement les placements en actions et obligations. La réglementation limite la possibilité pour les fonds de pension d'investir leurs actifs dans les entreprises de l'employeur qui les gère, ainsi que les risques de détournement des excédents réalisés par les fonds. On a cependant reproché à l'ancienne réglementation son manque de souplesse. La nouvelle réglementation (1997) devrait améliorer nettement la situation.

En revanche, la réglementation relative aux plans de retraite individuels n'a pas réussi à protéger convenablement les épargnants. De très nombreux abus ont été constatés. Les commissions perçues sur les plans de retraite individuels sont très élevées. Des efforts sont faits pour améliorer la réglementation des ventes, mais les épargnants restent mal informés. En outre, les contributions versées à ces plans de retraite sont souvent insuffisantes et risquent de ne pas assurer un revenu de retraite adéquat aux personnes concernées.

Ceci met en évidence une question de fond à laquelle on commence depuis peu à s'intéresser sérieusement : les plans de retraite individuels sont-ils par nature inadaptés aux personnes à faibles revenus ? Certaines indications montrent qu'en matière d'épargne retraite, les individus font souvent preuve de myopie, surtout lorsqu'ils sont faiblement rémunérés. Dans ces conditions, la possibilité qui a été donnée de quitter le régime de retraite public n'apparaît pas comme une solution tout à fait satisfaisante, et il est probable que la question des pensions privées obligatoires occupera à l'avenir une place croissante dans les débats sur la politique du Royaume-Uni dans le domaine des pensions.

TABLE DES MATIERES

RESUME.....	3
INTRODUCTION	7
1 Généralités	8
1.1 Démographie.....	8
1.2 Sécurité sociale	10
1.3 Régimes conventionnés.....	12
1.4 Revenu des retraités	14
2 Caractéristiques structurelles des pensions privées au Royaume-Uni.....	15
2.1 Fonds de pension professionnels	15
2.2 Types de régime.....	18
2.3 Régimes professionnels à prestations définies.....	20
2.4 Régimes professionnels à cotisations définies.....	20
2.5 Plans individuels	21
3 Traitement fiscal des pensions au Royaume-Uni	23
3.1 Questions économiques.....	23
3.2 Traitement fiscal des pensions au Royaume-Uni.....	24
3.3 Imposition des retraités	26
3.4 Dépenses fiscales	26
3.5 Coût des pensions individuelles.....	27
4 Réglementation	27
4.1 Aspects économiques	27
4.2 Réglementations portant sur le financement.....	29
4.3 Réglementations concernant la composition des portefeuilles	32
4.4 Propriété des excédents	33
4.5 Réglementations concernant l'affiliation	35
4.6 Assurance-prestations.....	36
4.7 Intégration au régime de la sécurité sociale.....	37
4.8 Annuités.....	37
4.9 Indexation	37
4.10 Eligibilité et transférabilité	38
4.11 Transferts internes	40
4.12 Age de la retraite	40
4.13 Administrateurs.....	41
4.14 Utilisation frauduleuse	42
4.15 Information	43
4.16 Structures réglementaires.....	45
5 Performances - prestations, cotisations et coûts.....	46
5.1 Prestations.....	46
5.2 Cotisations	50
5.3 Coûts	51

6	Portefeuille et rendement des actifs.....	52
6.1	Composition du portefeuille.....	52
6.2	Rendements.....	56
6.3	Gestion des fonds.....	57
7	Questions liées au marché financier.....	59
7.1	Epargne.....	59
7.2	Innovation.....	61
7.3	Structure du marché financier.....	62
7.4	Gouvernement d'entreprise.....	63
7.5	Quelques critiques à l'encontre des fonds de pension du Royaume-Uni.....	64
8	Rôle des politiques publiques.....	67
	GLOSSAIRE.....	73
	REFERENCES.....	79

Note : L'auteur (M. Philip Davis) est économiste principal à la Banque d'Angleterre, et membre associé du Financial Markets Group au LSE. Il est actuellement en mission auprès de l'Institut monétaire européen. Les opinions exprimées ici sont celles de l'auteur et ne reflètent pas forcément celles de la Banque d'Angleterre, de l'Institut monétaire européen ou du Financial Markets Group. L'auteur remercie David Blake pour ses précieux commentaires. Les éventuelles erreurs du texte relèvent de la seule responsabilité de l'auteur.

INTRODUCTION

Le système de retraite britannique présente un certain nombre de caractéristiques distinctives qui méritent toute l'attention de la communauté internationale des analystes du secteur, des prestataires de services de retraite, des responsables politiques et des réformateurs des régimes de retraite. Ces caractéristiques sont les suivantes : promotion de plus en plus active des régimes privés de la part des autorités, mais maintien, malgré tout, du principe du liberté de choix pour les affiliés et les prestataires ; réduction de la couverture de la sécurité sociale dans le cadre de cette politique ; taille et croissance du secteur des plans de retraite individuels, qui couvre environ 25 % de la population active ; ampleur du secteur des régimes professionnels¹, dont les actifs en proportion du PIB sont parmi les plus importants de la zone OCDE, et qui détiennent un vaste portefeuille d'actions et d'avoirs à l'étranger ; indexation facultative (à ce jour) des pensions professionnelles, etc. Le Pensions Act de 1995, qui a obtenu le Royal Assent en juillet 1995, prévoit une vaste refonte de la réglementation des retraites. Il introduit notamment des normes de solvabilité minimum et l'indexation obligatoire des pensions. Cependant, dans la mesure où ces clauses seront introduites progressivement (principalement en 1997), leurs conséquences pour la structure et le comportement de ce secteur sont pure conjecture. Nous nous proposons d'identifier les tendances saillantes et les questions qu'elles soulèvent sur le plan des moyens d'action, dans le cadre d'une description exhaustive des principales caractéristiques du système britannique.

Le document est organisé comme suit : dans la première section, nous donnons les caractéristiques générales de l'environnement dans lequel opèrent les régimes de retraite - démographie, sécurité sociale et structure du revenu des retraités. La deuxième section décrit les caractéristiques structurelles des régimes de retraite privés britanniques. La troisième porte sur le traitement fiscal, la quatrième sur la réglementation et la cinquième sur les performances (en termes de prestations, de cotisations et de coûts) ; la sixième s'intéresse aux portefeuilles et au rendement des actifs ; la septième aborde quelques problèmes soulevés par les fonds de pension au niveau des marchés financiers. Enfin, la dernière section évoque quelques aspects politiques spécifiques au Royaume-Uni, à la lumière des questions générales auxquelles doivent répondre tous les systèmes de retraite.

Avant toute chose, il y a lieu de citer les principales sources de données utilisées dans ce document : les données complètes et détaillées sur la couverture, les prestations et les cotisations liées aux fonds professionnels sont tirées des enquêtes menées tous les quatre ans par le Government Actuary, et publiées par le HMSO (Her Majesty's Stationary Office). La dernière de ces enquêtes, qui fournit des données datant de 1991, a été publiée en 1994. Les données sur la composition des portefeuilles et les mouvements de capitaux enregistrés par les fonds de pension sont tirées de la publication mensuelle Financial Statistics, compilée par le Central Statistical Office (CSO) et également publiée par le HMSO. Les données sur le revenu et les dépenses des régimes au niveau macro-économique proviennent du "Blue Book" of National Income and Expenditure, publié par le CSO. D'autres sources, également publiées par le HMSO, ont également été mises à profit : les Social Security Statistics (données annuelles sur la structure

¹ Nous employons le terme "professionnels" pour désigner les régimes d'employeur par capitalisation (c'est-à-dire préfinancés), car ils sont prédominants dans les (actuels et anciens) secteurs nationalisés et les administrations locales aussi bien que dans les entreprises privées.

du revenu des retraités, sur les bénéficiaires des prestations et sur le nombre de personnes qui quittent le SERPS et optent pour un plan individuel ou un régime professionnel), la General Household Survey (données sur les ménages au niveau micro-économique) et le rapport annuel Financial Statement and Budget Report of HM Treasury (détails sur le taux des cotisations et des prestations de sécurité sociale et sur les taux d'imposition).

Concernant l'aspect réglementation, une source de données privée s'est avérée très utile : le "Benefits Report Europe USA", publié par le cabinet de conseil bruxellois Wyatt Company, spécialisé dans les questions de retraite ; s'agissant des portefeuilles et du rendement des actifs, le présent document a puisé ses renseignements dans la publication annuelle du service de mesure des performances WM Company, "Pension fund service annual review". Parmi les monographies et les articles consacrés au système de retraite britannique, on peut citer Daykin (1996), Dilnot *et al.* (1994) et Blake (1994, 1995). Des comparaisons internationales des régimes de retraite sont présentées dans Davis (1995a) - qui est la principale source de ce document - et Commission européenne (1994). Les autres sources figurent dans la bibliographie.

1 Généralités

Cette section décrit les principales caractéristiques de l'environnement dans lequel opèrent les régimes de retraite privés. Au Royaume-Uni, comme dans d'autres pays d'ailleurs, les caractéristiques les plus influentes sont la structure démographique de la population et la nature du système de sécurité sociale. Nous décrirons ensuite la structure des revenus des retraités au Royaume-Uni.

1.1 Démographie

La population du Royaume-Uni vieillit, tout comme celle de la plupart des pays de l'OCDE. La population ayant dépassé l'âge de la retraite représente actuellement 30 % de la population en âge de travailler (15-65 ans pour les hommes, 15-60 ans pour les femmes), et le rapport devrait atteindre 36 % en 2020 (Tableau 1.1). Si l'on tient compte du recul de l'âge de la retraite à 65 ans pour les femmes, prévu pour 2020, le rapport population de plus de 65 ans/population en âge de travailler devrait passer à 31 % en 2020 et à 40 % en 2050. Le processus de vieillissement est à l'oeuvre depuis quelque temps déjà puisqu'en 1960, le rapport retraités/population en âge de travailler était de 25 %. Cela signifie que le nombre de travailleurs par retraité a déjà diminué de 25 %.

Comme l'illustre le Tableau 1.2, cette évolution démographique a touché la plupart des pays de l'OCDE (ainsi que les pays en développement). Toutefois, il est à noter que le Royaume-Uni est moins affecté par le vieillissement que d'autres pays Membres. En effet, dans certains pays, le rapport entre les plus de 65 ans et la population en âge de travailler pourrait s'élever à presque 50 % en 2030. Au Royaume-Uni, ce rapport est déjà relativement élevé, ce qui suggère que l'ajustement y est plus avancé. Ailleurs, l'impact probable du vieillissement sur l'ensemble des systèmes de retraite sera aggravé par des systèmes de sécurité sociale par répartition très généreux (concernant les engagements implicites qui en résultent pour l'Etat, voir Hagemann et Nicoletti (1989), Van den Noord et Herd (1993), Liebfriz *et al.* (1995)).

Au Royaume-Uni comme dans d'autres pays, cette évolution démographique est en grande partie imputable à la baisse du taux de natalité : depuis la fin des années 60, le taux de fécondité est inférieur au taux de remplacement. En 1960, il était de 2,7, en 1980, de 1,9 et en 1993, de 1,8 (Eurostat 1995). Dans

une moindre mesure, cette évolution peut être attribuée à l'allongement de l'espérance de vie² et au déclin de l'amplitude des mouvements migratoires. La chute du taux de fécondité a été tellement importante que depuis 1970, le taux de soutien global (dans lequel les enfants sont pris en compte en tant que personnes dépendantes) a diminué, le nombre d'enfants étant passé de 14 à 11 millions. On considère que cet ajustement est probablement terminé, et que le nombre d'enfants devrait maintenant rester stable.

Même si le taux de fécondité se redresse, le vieillissement se poursuivra encore quelques temps, car la génération née dans les années 50 et 60, qui devrait prendre sa retraite au début du 21^e siècle, est très nombreuse. On peut même affirmer que si le taux de fécondité se rétablit, le poids que représentent les personnes dépendantes pour la population en âge de travailler augmentera temporairement. Toutefois, compte tenu de certaines tendances sociales telles que l'élévation du niveau d'éducation et du taux de participation des femmes, qui entraînent une majoration du coût d'opportunité lié au fait d'avoir des enfants, il est peu probable que le taux de fécondité réatteigne le niveau du taux de remplacement. L'immigration pourrait contribuer à relever la proportion de personnes jeunes, mais le climat politique actuel est peu favorable à l'accueil des vagues massives d'immigrants.

Outre qu'elle risque d'alourdir le poids des pensions, cette évolution va probablement entraîner un accroissement de la demande de soins de santé. Par conséquent, elle aggrave encore un peu plus la pression qui pèse sur le système de sécurité sociale. C'est pourquoi le gouvernement britannique a décidé de réduire les prestations de sécurité sociale et d'encourager le développement du secteur privé (voir ci-dessous). Les progrès réalisés dans ce domaine (à savoir l'allègement du fardeau que fait peser le vieillissement sur les générations futures) sont plus importants au Royaume-Uni qu'ailleurs, un résultat qui va dans le même sens que la comparaison des évolutions démographiques pures. Dans OCDE (1995), il apparaît que la valeur actualisée présente des engagements de la sécurité sociale britannique au titre des pensions (valeur actualisée des pensions futures moins valeur actualisée des cotisations futures) représente 23 % seulement du PIB de 1994, tout comme aux Etats-Unis, contre 51 % en France, 58 % en Italie, 82 % au Japon et 100 % au Canada et en Allemagne.

Un autre facteur influe fortement sur la capacité d'une économie à s'accommoder du vieillissement de la population : le taux de participation (proportion de la population en âge de travailler qui fait partie de la population active, c'est-à-dire qui occupe ou recherche un emploi). Ce taux est à peu près constant depuis 1970, mais sa composition s'est nettement modifiée : l'augmentation du taux de participation des femmes a compensé les départs en retraite anticipés et l'allongement de la scolarité à plein temps.

Force est de constater que les départs en retraite anticipés sont une caractéristique distinctive du marché du travail britannique, qui pourrait d'ailleurs devenir préoccupante. En effet, viendra un moment où l'augmentation du taux de participation des femmes ne pourra plus compenser ce phénomène. Au début des années 70, plus de 80 % des hommes de 60 à 64 ans étaient dans la population active, contre 50 % au début des années 90. Pour les 55-59 ans, les chiffres sont respectivement de plus de 90 % et d'à peine plus de 80 %, et pour les 65-69 ans, ils sont de 30 % et de 15 %. Chez les femmes, les départs en retraite anticipés sont en partie compensés par l'accroissement progressif du taux de participation, de sorte qu'il est difficile de détecter une éventuelle baisse du taux de participation au niveau des données agrégées. Néanmoins, il est très probable que cette tendance transparaisse au niveau micro-économique.

Autre motif d'inquiétude : la proportion de la population active occupée a considérablement baissé en raison de l'augmentation structurelle du chômage. Bien que la population en âge de travailler ait

² En 1960, l'espérance de vie à la naissance était de 67,9 ans pour les hommes et de 73,7 ans pour les femmes ; en 1993, elle était de 73,6 et 79,0 ans respectivement (Source, Eurostat 1995).

augmenté de 2,5 millions de personnes depuis 1970 et la population active de 2,1 millions de personnes, le nombre d'actifs occupés a à peine progressé, ce qui est problématique du point de vue du soutien des retraités, de plus en plus nombreux. Si le taux de chômage demeure constant, le rapport retraités/actifs occupés évoluera selon les mêmes lignes que les rapports sus-mentionnés, mais en partant d'un niveau supérieur. Le fardeau fiscal supporté par chaque personne occupée sera pour sa part probablement plus élevé.

1.2 *Sécurité sociale*

Comme dans tous les pays, le développement des régimes de retraite privés au Royaume-Uni est subordonné à la nature des régimes de retraite par répartition obligatoires, qui relèvent de la sécurité sociale. De manière générale, l'évolution de la sécurité sociale au Royaume-Uni a été favorable aux régimes privés, notamment à cause de la portée plutôt limitée des prestations de sécurité sociale proposées et de la possibilité qu'ont les employés de quitter le régime public lié aux gains.

Depuis l'instauration du régime d'assurance sociale obligatoire, qui a fait suite à la publication du rapport Beveridge dans les années 40, l'Etat garantit aux individus un moyen de subsistance sous la forme d'une *pension de base*. Il s'agit là essentiellement d'une forme d'allègement de la pauvreté. Le niveau de cette pension a varié au fil du temps, en fonction des gains moyens. Jusqu'en 1970, il a souvent augmenté de manière *ad hoc*, à un rythme parfois inférieur à celui de l'inflation. Dans les années 70, son augmentation a été indexée sur celle des gains ou celle des prix (systématiquement la plus forte des deux augmentations), d'où une progression très sensible. Depuis le début des années 80, il est indexé sur les prix uniquement. Sous l'effet de ces multiples changements, la pension de base a augmenté deux fois plus vite que les prix entre 1948 et 1973. Son niveau en proportion des gains moyens a culminé en 1977, à 20 %. Depuis lors, il a considérablement diminué et représentait en 1994 18 % seulement.

Dans le cadre du régime de base, tous les employés et les travailleurs indépendants qui gagnent plus de 18 % des gains moyens (le *plancher* pour le calcul des cotisations d'assurance sociale) doivent cotiser à la sécurité sociale nationale pour pouvoir prétendre à la pension de base. En 1995, les cotisations représentaient 2 % du plancher, plus 8,2 % de la tranche des gains comprise entre le plancher et le *plafond*, qui représentait environ 120 % des gains moyens (soit à peu près 7 fois la pension de base). Aucune cotisation n'est prélevée sur la tranche des gains au-delà du plafond. Par conséquent, au-delà du plancher, les cotisations ne sont aucunement progressives.

Le montant de la pension de base dépend du montant des cotisations individuelles, et non pas des gains. Seules les personnes qui cotisent durant plus de 90 % de leur vie active (16 à 60 ans pour les femmes³, 16 à 65 ans pour les hommes) ont droit à une pension complète. Celles qui cotisent pendant au moins 25 % de leur période d'activité ont droit à une pension réduite en proportion. Les retraités peuvent différer la perception de leur pension d'Etat pendant un maximum de cinq ans après l'âge de la retraite. Pour chaque année de prorogation, la pension augmente de 7,5 %⁴. Comme nous l'avons indiqué, même avec un niveau de cotisation maximum, cette pension de base offre un faible taux de remplacement⁵

³ L'âge de la retraite pour les femmes passera à 65 ans en 2020.

⁴ Comme le note Blake (1992), cette différence entre l'âge de la retraite des hommes et des femmes fait qu'une femme peut cesser de cotiser à 60 ans puis, en travaillant jusqu'à 65 ans, toucher une pension plus élevée qu'un homme qui aurait cotisé cinq ans de plus.

⁵ Le taux de remplacement est le rapport entre la pension de vieillesse et le revenu perçu durant la dernière année d'activité.

(actuellement un tout petit peu plus de 18 % des gains moyens). Elle continuera de diminuer tant qu'elle restera indexée sur les prix et non sur les salaires, car la croissance des gains réels moyens au Royaume-Uni s'établit autour de 2-3 %. La pension de base est imposable, tout comme la pension liée aux gains (voir ci-dessous) et toutes les pensions professionnelles et privées⁶.

Les femmes mariées peuvent toucher la pension de base au titre de leurs propres cotisations, ou 60 % de la pension à laquelle donnent droit les cotisations de leur mari, avec une réduction proportionnelle de leurs propres cotisations (la possibilité pour les femmes mariées de payer des cotisations moins élevées a cependant été supprimée en 1978 pour les nouvelles affiliées). Depuis 1978, les personnes qui ne font pas partie de la population active parce qu'elles ont des personnes à charge bénéficient d'un système de crédits. Ainsi, les personnes qui touchent une allocation familiale pour un enfant de moins de 16 ans ou une allocation d'"income support" parce qu'elles s'occupent d'une personne âgée ou handicapée (et, de ce fait, ne peuvent pas travailler), ont droit à un crédit "pour responsabilités domestiques" pendant le nombre d'années correspondant à la perception de l'allocation.

A l'heure actuelle, l'attribution de la pension de base est fortement biaisée en fonction du sexe. 95 % des hommes retraités perçoivent une pension complète, 27 % des femmes touchent une pension complète sur la base de leurs cotisations et 45 % une pension partielle sur la base de leurs cotisations. Ce biais disparaîtra avec le temps, à mesure que les paiements versés au titre des responsabilités domestiques - introduits en 1978 - augmenteront. L'incidence de la pauvreté chez les veuves devrait donc reculer, car celles-ci percevront à leur tour, en temps voulu, une pension de base complète.

De l'aveu même du gouvernement, la pension de base à elle seule ne constitue pas un revenu suffisant. De fait, les niveaux de revenu minimum servant de référence pour la sécurité sociale dépassent généralement le montant de la pension de base. C'est pourquoi un tiers des retraités (environ 3,1 millions de personnes) perçoivent des prestations supplémentaires soumises au contrôle des ressources. Sur ce total, 1,2 million de personnes touchent une allocation d'"income support" (principalement des femmes seules), 1,9 million bénéficient de prestations financées par la "community charge"⁷ et 1,2 million reçoivent une aide au logement (le total dépasse 3,1 millions car certains retraités touchent deux ou trois types de prestations soumises au contrôle des ressources). Ces prestations présentent un inconvénient majeur du point de vue de l'efficacité économique : elles découragent l'épargne car elles ne peuvent être perçues que par les individus dont les actifs ne dépassent pas un plafond strict. Cela étant, compte tenu de l'inégalité croissante parmi les retraités (voir ci-dessous), les prestations soumises au contrôle des ressources ont l'avantage de ne profiter qu'à ceux qui en ont réellement besoin.

Le régime de base est complété par un *régime public de retraite lié aux gains (State earnings related pension scheme, SERPS)*. Celui-ci a été instauré en 1978, aux termes du Social Security Act de 1975, en remplacement du "graduated pension scheme", qui datait de 1961 et versait une pension plus modeste. Le SERPS a été conçu pour couvrir la minorité de la population occupée non affiliée à des régimes professionnels. Les droits équivalent à 1,25 % des gains moyens - réévalués des 20 meilleures années - par année d'affiliation. La réévaluation est faite à la date de départ en retraite en fonction de l'augmentation annuelle des gains moyens. A l'heure actuelle, la pension du SERPS offre un taux de remplacement maximum de 25 % des revenus réévalués. Par conséquent, si l'on prend en compte la pension de base et la pension du SERPS, un travailleur percevant des gains moyens et ayant cotisé le

⁶ Les retraités bénéficient d'un traitement fiscal plus favorable que le reste de la population, voir Section 3.

⁷ La "Community charge" est un impôt local perçu par capitation.

nombre d'années requis atteint actuellement un taux de remplacement légèrement supérieur à 40 %. Cependant, comme nous le verrons par la suite, la pension du SERPS devrait être réduite.

Les cotisations au SERPS sont prélevées sur les revenus compris entre 0,2 et 1,3 fois les gains moyens (limites qui correspondent au plancher et au plafond sus-mentionnés). Les cotisations des employés affiliés au SERPS (droits à la pension de base compris) correspondent à 2 % du niveau plancher et atteignent progressivement 10 % au plafond. Les cotisations patronales s'élèvent à 3 % du plancher et à 10,2 % du revenu à partir de la moitié du plafond. Les travailleurs dont les gains n'atteignent pas le plancher n'ont pas droit à la pension du SERPS et doivent se contenter de la pension de base (qui équivaut à peu près au plancher des gains).

La pension de base et la pension du SERPS sont financées par répartition, et non pas par capitalisation. Le Government Actuary vérifie régulièrement s'il y a lieu de modifier les taux de cotisation pour maintenir la solvabilité des régimes.

Eu égard au fardeau que risquent de devoir supporter les générations futures, le gouvernement britannique a décrété, par le biais du Social Security Act de 1986, que les prestations maximum du SERPS passeraient de 25 % à 20 % des gains à compter d'avril 1999. Dans cette optique, le droit à pension accumulé chaque année de cotisation passera de 1,25 % à 1 %, et le salaire de référence ne sera plus celui des 20 meilleures années mais la moyenne des gains sur toute la carrière. Atkinson (1991) a ainsi calculé qu'un travailleur touchant 120 % des gains moyens durant les 20 meilleures années de sa carrière verrait sa pension passer de 42 % à 33 % de son dernier traitement. Dans ces conditions, on voit mal comment la sécurité sociale, même en tenant compte du SERPS, pourrait assurer un revenu suffisant aux personnes qui prendront leur retraite après l'an 2 000.

Trois phénomènes pourraient encore renforcer cette tendance. Premièrement, si la pension de base reste indexée sur les prix, le taux de remplacement pourrait continuer de diminuer. Le deuxième point concerne l'évolution probable du SERPS dans l'avenir proche. Dans la mesure où il est indexé sur la pension de base, le plafond diminue en proportion des gains moyens. Il est d'ores et déjà passé de 140 % à 120 %. Si les règles ne sont pas modifiées, le plafond ne représentera plus que 60 % des gains moyens en 2030, et les prestations maximum du SERPS pourraient se limiter à 10 % des gains moyens. Troisièmement, le Pensions Act de 1995 entraîne une diminution supplémentaire des prestations du SERPS, par le biais de la modification des gains de référence servant au calcul des prestations. Suite au changement des procédures d'indexation, le montant des gains accumulés précédemment entrant dans le calcul des pensions du SERPS va être réduit, d'où une baisse corrélative du montant des pensions (Disney et Johnson 1995). D'ici 2040, le coût réel du SERPS pourrait diminuer de moitié du seul fait de cette mesure.

1.3 Régimes conventionnés

Au niveau de la réglementation de la sécurité sociale, l'un des éléments les plus favorables au développement des régimes professionnels a été la possibilité pour les travailleurs de quitter le SERPS. Cette possibilité souligne la remarque faite précédemment à propos du SERPS, à savoir qu'il s'agit d'un régime destiné à aider les individus qui ne peuvent pas ou ne veulent pas recourir à un régime privé. De fait, si le rapport actifs des fonds de pension/PIB est aussi élevé au Royaume-Uni, c'est en partie parce que les affiliés peuvent quitter le régime public lié aux gains. Le seul autre pays de l'OCDE où il est possible de se retirer d'une partie du système de sécurité sociale est le Japon.

Pour les employés qui s'affilient à un régime professionnel et ne conservent que la pension de base parmi les pensions d'Etat, les cotisations patronales diminuent d'un montant correspondant au coût estimé de la pension liée aux gains financée par capitalisation (préfinancée). Cette réduction de cotisation rendue possible par l'exemption du SERPS était à l'origine de 7 % de la tranche des gains comprise entre le plafond et le plancher. En 1995, elle a été ramenée à 4,8 % (1,8 % pour l'employé et 3 % pour l'employeur).

Tous les fonds de pension ne tirent pas parti de ce système. Certains fonds professionnels sont complémentaires (ou non conventionnés, "contracted in") : ils ne fournissent de prestations qu'au delà de celles offertes par le SERPS. Toutefois, la majorité des fonds professionnels se substituent totalement au SERPS (ils sont "contracted out" ou "conventionnés"). En 1991, 9,7 millions d'affiliés relevaient de la seconde catégorie (ils représentaient 68 % des employés) et 1 million de la première (5 % des employés). Parmi ces derniers, 3 % étaient membres du SERPS et d'un régime à prestations définies et 2 % du SERPS et d'un régime à cotisations définies. Douze pour cent des employés dépendaient entièrement du SERPS.⁸

Comme nous le verrons dans la Section 2, la majorité des individus qui se retirent du SERPS optent pour un régime professionnel à prestations définies. Au moment où ce document est écrit⁹, la pension versée par un tel régime doit être au moins égale à la "Pension Minimum Garantie" (GMP). Pour les personnes qui quittent leur poste avant l'âge de la retraite, la GMP est indexée à hauteur de 7,5 % d'inflation ou sur les gains moyens (la plus faible des deux indexations) avant le départ en retraite. Après l'âge de la retraite, la pension est indexée sur l'inflation à hauteur de 3 %. La GMP est à peu près équivalente à la différence entre la pension de base et la pension liée aux gains du SERPS. Dans la mesure où l'inflation réelle, sur laquelle est indexée la pension du SERPS, est souvent supérieure au taux de 3 % garanti, les bénéficiaires d'une GMP touchent généralement une pension d'Etat complémentaire leur permettant d'atteindre le niveau du SERPS¹⁰. Les régimes conventionnés doivent également verser aux veufs et veuves une pension équivalente à la moitié de la pension de l'affilié. Normalement, les droits à pension ne peuvent être liquidés avant l'âge de 50 ans, ni après 75.

Depuis 1988, il est également possible d'opter pour un régime professionnel ou un plan individuel à cotisations définies. Dans le cadre de ces régimes, les cotisations doivent être au moins égales à celles ouvrant droit à la GMP ou au moins égales à la réduction de cotisation liée à l'exemption du SERPS (comme pour les régimes à prestations définies). En ce qui concerne les plans individuels, l'Etat verse une cotisation minimum, égale à la réduction de cotisation liée à l'exemption du SERPS, le bénéficiaire étant libre de verser une cotisation complémentaire. La réglementation de la sécurité sociale exige que les pensions individuelles soient divisées en deux parties : une part correspondant à la réduction de cotisation liée à la National Insurance, utilisée pour acheter une "pension à droits protégés" équivalente au SERPS, et le "fonds individuel" correspondant aux cotisations patronales et salariales. D'après la réglementation, la part "droits protégés" ne peut être perçue avant 60 ans, et est indexée sur un taux d'inflation garanti de 3 %. En ce qui concerne la partie restante, l'échelonnement et la forme des annuités

⁸ Les 15 % restants n'atteignaient pas le plancher et n'avaient donc pas droit à la pension supplémentaire (12 % des employés), ou payaient la cotisation réduite à laquelle ont droit les femmes mariées (3 %).

⁹ Le Pensions Act de 1995 prévoit la suppression de la GMP à partir d'avril 1997 et son remplacement par un "Requisite Benefits Test". La pension minimum sera basée un "régime de référence". Les droits seront acquis au rythme de 1/80e par année de service et le revenu de référence correspondra à 90 % du revenu moyen des trois dernières années de service ouvrant droit à une pension SERPS.

¹⁰ Le Pensions Act de 1995 propose la suppression de cette protection supplémentaire, de sorte que les droits existants à la pension GMP ne seront plus indexés que sur un taux plafonné à 3 %.

sont plus modulables ; 25 % de la valeur du fonds à la retraite (à l'exclusion des droits protégés) peut être versée sous la forme d'une somme forfaitaire exonérée d'impôt.

Les régimes à cotisations définies et à prestations définies prévoient tous deux un filet de sécurité. Les personnes qui ont quitté le SERPS peuvent prétendre à une pension liée aux gains dès lors que la pension minimum garantie payable par le fonds de pension n'atteint pas le montant qu'elles auraient perçu auprès de l'Etat si elles n'avaient pas quitté le régime public. De même, l'élément droits protégés des plans individuels et des régimes à cotisations définies est garanti.

Entre 1988 et 1993, l'Etat a encouragé les personnes n'adhérant à aucun régime professionnel - et donc dépendantes du seul SERPS - à opter pour un plan individuel (sous le régime des cotisations définies) plutôt que pour la pension publique liée aux gains. Plusieurs incitations spéciales leur ont été offertes : remboursement d'une partie des cotisations versées au SERPS, possibilité pour l'individu de ré-adhérer à ce régime et augmentation de 2 % de la réduction de cotisation liée à l'exemption du SERPS. En 1993, la prime a été ramenée à 1 % et n'a été conservée que pour les plus de 30 ans, pour dissuader ce groupe d'âge de se ré-affilier au SERPS par la suite.

On pourrait conclure que la sécurité sociale britannique, qui est née d'intentions modestes, a vu sa couverture et ses ambitions sérieusement diminuer au cours des dernières années. Selon Delnot *et al.* (1994), cette évolution reflète le "risque politique" qui résulte des conflits suscités par le coût des pensions publiques et le fardeau que fait peser ce régime sur les générations futures¹¹. C'est à cause de ce risque politique que les retraités perçoivent - et continueront de percevoir - des pensions qui n'ont aucun rapport avec ce qui leur a été promis au moment de leur entrée sur le marché du travail. C'est aussi en grande partie à cause de ce risque que les pensions privées, et plus particulièrement les pensions individuelles ces dernières années, se sont développées.

1.4 Revenu des retraités

Avant d'aborder les caractéristiques structurelles du système de retraite britannique, il peut être utile de décrire le profil des pensions de vieillesse. Ces dernières années, le revenu des retraités a augmenté relativement rapidement, mais il partait d'un niveau peu élevé. Bien que les retraités ne soient plus aussi prédominants au bas de l'échelle des revenus, nombre d'entre eux restent pauvres. En fait, l'inégalité entre les retraités s'est aggravée, à telle enseigne que le revenu moyen peut être trompeur.

Les données fournies par DSS (1995) indiquent qu'en 1993, le revenu moyen des ménages de retraités était de 149 livres en prix de 1993, et de 132 livres une fois déduit le coût du logement (Tableau 1.3). Le revenu moyen était nettement supérieur au revenu médian (99 livres), dénotant un degré d'inégalité élevé. Le revenu médian après déduction du coût du logement s'élevait à 82 livres, ce qui est nettement inférieur au revenu moyen. Le fait que le revenu moyen des retraités ait augmenté de 52 % en termes réels entre 1979 et 1993, contre 43 % seulement pour le revenu médian, montre clairement que les inégalités entre retraités se sont creusées.

¹¹ En fait, les données suggèrent que ce fardeau est souvent exagéré. En effet, l'harmonisation de l'âge de la retraite et l'élargissement de l'assiette fiscale signifient que sur la base des politiques actuelles, les cotisations au système d'assurance nationale nécessaires pour financer la pension de base devraient diminuer de 3,5 points d'ici 2025. Cela étant, si l'on optait pour une indexation sur les gains, il faudrait que les cotisations augmentent de 6 points d'ici 2035.

En 1993, les sources de revenus des retraités se décomposaient comme suit : 53 % du revenu brut des ménages de retraités provenait des pensions publiques et autres prestations (61 % en 1979) ; la part des pensions privées représentait 25 % (16 % en 1979), le revenu des placements 16 % (11 %), et les gains 6 % (12 %), ce qui reflète la progression des départs en retraite anticipés notée précédemment. En 1993, 62 % seulement des ménages de retraités percevaient une retraite professionnelle (mais ils n'étaient que 43 % en 1979). Le revenu des placements, qui concernait 73 % des ménages de retraités, était réparti très inégalement et accusait une chute notable par rapport à 1991, en raison du déclin des taux d'intérêt à court terme.

Les écarts entre les revenus des retraités se sont brusquement creusés dans les années 80 et au début des années 90 (Tableau 1.4). Le revenu du cinquième le plus riche des unités de retraités a augmenté de 59 %, et celui du cinquième le plus pauvre de 24 % seulement. Après déduction du coût du logement, les écarts sont encore plus marqués (72 % et 21 % respectivement). Par conséquent, les retraités constituaient un groupe beaucoup moins homogène au début des années 90 qu'au début des années 80.

Cette structure est en partie liée aux différences entre les tranches d'âge. En 1993, les ménages de "jeunes" retraités (jusqu'à 64 ans pour les femmes et jusqu'à 69 ans pour les hommes) percevaient un revenu global 30 % supérieur à celui de l'ensemble des retraités et des pensions professionnelles 38 % supérieures. Cette différence de revenu au niveau des pensions privées est due en partie au fait que les retraités les plus jeunes ont accumulé des droits à pension plus élevés que les plus âgés (ils ont touché des gains d'activité réels plus importants et ont bénéficié de procédures d'indexation plus favorables). Elle reflète également une propension plus élevée à toucher une pension privée parmi les retraités les plus jeunes (résultat de l'extension de la couverture). Par conséquent, l'inégalité croissante entre les retraités s'explique en partie par les différences entre groupes d'âge. Toutefois, on constate également une inégalité croissante au sein même des tranches d'âge.

Comme le notent Giles et Webb (1993), l'aggravation des inégalités a été encore plus marquée au sein de la population en général. En fait, en termes relatifs, la situation des retraités s'est améliorée. En 1979, les retraités représentaient 31 % du dixième le plus pauvre de la population, contre 11 % seulement en 1991. Pour le cinquième le plus pauvre, les chiffres sont de 38 % et 24 % respectivement. En 1979, 46 % des retraités faisaient partie du cinquième le plus pauvre de la population, contre 29 % en 1991. Les chômeurs, dont le nombre a fortement augmenté, ont largement contribué à l'aggravation des inégalités générales. De fait, ils dominent beaucoup plus nettement au bas de l'échelle des revenus que par le passé.

2 Caractéristiques structurelles des pensions privées au Royaume-Uni

Cette section met en évidence les caractéristiques structurelles saillantes des principaux types de pensions privées du Royaume-Uni, à savoir les pensions professionnelles (à prestations ou à cotisations définies) et les plans individuels. La première de ces caractéristiques porte sur l'étendue des régimes et la couverture de la population active. Les questions de réglementation, d'imposition, de structure des prestations et des cotisations, de performances et de comportement sur les marchés financiers sont abordés dans les sections suivantes.

2.1 *Fonds de pension professionnels*

Les fonds de pension professionnels britanniques ne sont régis par aucune structure législative générale. Leur caractéristique principale est qu'ils doivent être constitués sous la forme de trusts

irrévocables, le trust étant un arrangement juridique entre personnes portant sur l'utilisation de biens. Les biens sont fournis par une personne (le donateur), et détenus par un groupe de personnes (les administrateurs) pour le bénéfice d'un autre groupe (les bénéficiaires). Dans le cas des fonds professionnels, l'administration et la gestion financière des biens fournis par l'employeur (donateur) incombent aux administrateurs, qui sont responsables devant les bénéficiaires, c'est-à-dire les affiliés. Les administrateurs doivent préserver le capital du trust, et l'utiliser, ainsi que le revenu qu'il génère, conformément aux statuts du trust.

Les fonds de pension professionnels doivent être financés de manière à pouvoir honorer leurs obligations, mais ne peuvent être financés par répartition (les seules exceptions sont les régimes de retraite des enseignants, des fonctionnaires, du personnel de santé, de la police et des militaires - le seul pays de l'OCDE où les pensions des fonctionnaires sont préfinancées est les Pays-Bas). Les fonds professionnels doivent être distincts de l'employeur instaurateur, ce qui est un aspect essentiel du concept de trust. L'employeur est tenu de cotiser, et les fonds ne peuvent lui être restitués que dans des circonstances bien précises. Pour pouvoir se substituer au SERPS de la manière décrite précédemment, les fonds de pension doivent remplir un certain nombre de critères en matière de prestations (tels que celui de la Pension Minimum Garantie). Ils doivent préserver les droits acquis par les personnes qui quittent leur entreprise avant l'âge de la retraite (jusqu'à un taux d'inflation plafonné à 5 %). L'une des caractéristiques majeures des fonds de pension professionnels est leur taille : en 1994, leurs actifs équivalaient à plus de 67 % du PIB¹² (Tableau 2.1). Les actifs des fonds de pension professionnels représentaient en 1994 27 % des actifs financiers personnels, et 52 % si l'on prend en compte les compagnies d'assurance-vie et l'ensemble des fonds de pension¹³. Ces chiffres reflètent l'importance de la couverture de ces régimes (voir ci-dessous), leur maturité et le fait qu'ils se substituent dans la plupart des cas au régime public lié aux gains. Leur croissance a été rapide au cours des dernières années : en 1983, les actifs de ces fonds ne représentaient que 36 % du PIB.

Au Royaume-Uni, les régimes professionnels préfinancés sont une tradition qui remonte à l'époque victorienne (Blake (1992, 1994a)). Leur principale base législative est le Superannuation and other Trust Funds (Validation) Act de 1927. Ces régimes se sont surtout développés depuis la Seconde Guerre mondiale (Tableau 2.2) : avant cette date, 15 % de la population active était affiliée à un fonds de pension professionnel (la "couverture" était donc de 15 %). La couverture des régimes professionnels a atteint son niveau maximum en 1967, avec un taux de 57 % (contre 28 % en 1953). L'enquête la plus récente, rapportée par le Government Actuary (1994), date de 1991. A cette date, 48 % des employés étaient affiliés à un régime professionnel, dont 90 % à un régime conventionné. Par conséquent, la couverture des régimes professionnels a légèrement diminué ces dernières années. Il est possible que l'introduction du SERPS ait ralenti la croissance de ces régimes à partir de 1978. Depuis 1963, le nombre d'affiliés s'est maintenu à 10-12 millions. Comme nous l'avons déjà indiqué, en plus de ces 48 %, 25 % des employés sont maintenant titulaires de plans individuels.

Presque tous les employeurs du secteur public proposent des pensions professionnelles à leurs employés. Dans le secteur privé, ces régimes sont plus répandus dans les grandes entreprises que dans les petites. 40 % des employés du secteur privé sont couverts, contre plus de 70 % dans le secteur public

¹² Et encore, la valeur de ces actifs a considérablement baissé en 1994, en raison de l'évolution des marchés des obligations et des actions. En 1993, les actifs représentaient 76 % du PIB.

¹³ Les actifs correspondant aux plans individuels sont inclus dans l'assurance-vie, tout comme les fonds professionnels gérés par les compagnies d'assurance-vie. Toutefois, les actifs des compagnies d'assurance-vie ne servent pas uniquement au financement des retraites. Au Royaume-Uni, les assurances à capital différé servent souvent à rembourser un emprunt immobilier.

(Tableau 2.3). Dans ce secteur, la couverture est plus importante dans les entreprises d'Etat (86 %) et l'administration centrale (79 %) que dans les administrations locales (63 %).

Il existe en tout plus de 128 000 régimes professionnels. Tous, sauf 180, concernent le secteur privé (Tableau 2.4). En conséquence, la taille moyenne des régimes du secteur privé (50 affiliés) est beaucoup plus restreinte que celle des régimes du secteur public (23 000 affiliés). Au sein du secteur privé, la répartition par taille est asymétrique : moins de 1 000 régimes ont plus de 1 000 affiliés et plus de 122 000 régimes ont moins de 100 affiliés. Parmi ces derniers, 87 000 ne sont pas conventionnés, alors que presque tous les grands régimes du secteur privé (et tous les régimes du secteur public) le sont. La répartition des actifs est elle aussi asymétrique : 24 300 régimes privés ont des actifs d'une valeur inférieure à 1 million de livres et 35 ont des actifs de plus de 1 milliard de livres (Tableau 2.5).

La couverture des femmes est moins importante que celle des hommes. 37 % des femmes qui travaillent sont affiliées à un fonds de pension professionnel, contre 57 % des hommes. Toutefois, ces dernières décennies, la couverture des femmes a eu tendance à augmenter, et celle des hommes à stagner ou à diminuer. La couverture des hommes a atteint son niveau maximum en 1967 (66 %), année durant laquelle celle des femmes plafonnait à 28 %. Si la couverture masculine a diminué par rapport aux années 60, c'est en partie parce que l'emploi a augmenté dans les petites entreprises, qui n'offrent pas toujours des pensions professionnelles. Les femmes qui entrent dans la population active ont tendance à travailler dans des secteurs à forte couverture, notamment le secteur public, où 61 % d'entre elles sont couvertes.

Les employés à temps partiel sont beaucoup plus nombreux à être couverts (57 %) que les employés à temps plein (16 %) (Tableau 2.6), ce qui contribue à expliquer le faible taux de couverture chez les femmes. Toutefois, les employés à temps partiel sont de plus en plus nombreux à s'affilier. En 1987, ils étaient 10 %.

La couverture varie considérablement d'un secteur économique à l'autre : elle est de 84 % dans les secteurs de l'extraction de charbon, de l'énergie et de la distribution de l'eau contre 16 % dans l'agriculture, la sylviculture et la pêche. Dans les secteurs les moins couverts, nombre d'employeurs ne proposent pas de régime professionnel, notamment en raison de la petite taille des entreprises.

S'agissant de la répartition par âge, c'est autour de la cinquantaine que la couverture est la plus importante (Tableau 2.7). Elle est de 35 % seulement pour les moins de 25 ans et oscille autour de 49-58 % au-delà. C'est dans la tranche des 50-54 ans qu'elle est la plus élevée (à la fois pour les hommes - 72 % - et pour les femmes - 43 %). Les jeunes gens sont moins nombreux à être affiliés parce qu'ils doivent satisfaire certaines conditions d'âge ou de service et qu'ils se tournent plus volontiers vers les plans individuels (voir ci-dessous).

Un certain nombre d'entreprises appliquent deux régimes séparés pour les employés et/ou les cadres d'une part, et les ouvriers d'autre part, les premiers ayant droit à des prestations plus avantageuses. Cette distinction compense le fait que le taux de remplacement des pensions publiques est inférieur pour les premiers que pour les seconds. Deux millions d'employés sont affiliés à des régimes qui excluent les ouvriers, mais la majorité des employés (7,5 millions) sont affiliés à des régimes qui accueillent les trois catégories de personnel.

La grande majorité des régimes n'imposent aucun délai de carence aux employés qui souhaitent s'affilier. Cependant, 0,7 million d'employés sont affiliés à des régimes qui imposent un délai de carence d'un an ou plus ; 0,4 million font partie de régimes clôturés (qui n'acceptent plus de nouveaux membres) (Tableau 2.8). Il faut noter toutefois que dans ce dernier cas de figure, il existe souvent un fonds de remplacement pour les nouveaux employés, qui fonctionne selon des modalités différentes. La plupart des

régimes (couvrant 8 millions d'employés) sont accessibles aux individus ayant au minimum 18 ans, mais plus d'un million d'employés sont affiliés à des régimes qui n'acceptent personne en dessous de 21 ans. Seulement 3,5 millions de travailleurs font partie de régimes qui autorisent automatiquement l'affiliation des travailleurs à temps partiel ; 2,5 millions sont affiliés à des régimes où l'on exige un minimum de 9-15 heures de travail par semaine ; et 2 millions d'employés adhèrent à des régimes où ce minimum est de 16-20 heures. Plus d'un million d'employés sont affiliés à des régimes dont les employés à temps partiel sont totalement exclus.

Ces données illustrent l'absence de réglementations sur les conditions d'affiliation au Royaume-Uni. Ce fait est d'autant plus remarquable que d'autres pays appliquent des réglementations très strictes, interdisent souvent les régimes réservés aux cadres, les délais de carence, l'application d'un âge minimum ou l'exclusion des travailleurs à temps partiel. (En fait, comme nous le verrons dans la Section 4, un jugement de la Cour européenne de justice datant de 1995 a rendu la discrimination à l'égard des travailleurs à temps partiel illégale.)

Le nombre de retraités percevant une pension professionnelle a régulièrement augmenté, passant de 0,2 million en 1938 à 0,9 million en 1953 puis à 7 millions en 1991 (Tableau 2.9), ce qui reflète la maturité croissante des régimes¹⁴ et le vieillissement de la population. Dans la mesure où certaines personnes touchent deux ou plusieurs pensions, le nombre de bénéficiaires est estimé à 6,5 millions. Ce chiffre se décompose comme suit : 3,5 millions d'hommes (68 % du total des hommes retraités), 1,6 million de femmes touchant leur propre pension professionnelle (20 % du total des femmes retraitées), et 1,4 million de femmes touchant une pension de survivant. 3,8 millions de personnes touchent une pension auprès d'un fonds du secteur privé et 3,2 millions auprès d'un fonds du secteur public (Tableau 2.10). Pour les hommes, la part de retraités percevant une pension professionnelle est relativement constante au sein de la tranche d'âge 65-80 ans (Tableau 2.11). Chez les femmes, ces pensions sont beaucoup plus fréquentes dans la tranche 60-70 ans (27 %) que dans la tranche 70-80 ans (15 %). Cet écart est à mettre au compte du caractère relativement récent de l'accroissement de la couverture des femmes faisant partie de la population active.

Les régimes professionnels n'atteindront leur pleine maturité (état d'un régime caractérisé par le fait que tous ses affiliés ont passé leur période d'activité au sein du régime) qu'au milieu du 21^e siècle. Toutefois, la maturation des régimes est perceptible dans la diminution du taux de soutien, c'est-à-dire du nombre de travailleurs par retraité. En 1971, ce taux était supérieur à 5 dans les régimes du secteur privé et supérieur à 2,5 dans les régimes du secteur public (la différence étant partiellement due au niveau élevé de couverture précédemment enregistré par les régimes du secteur public). En 1991, les taux respectifs étaient passés à 1,8 et 1,4 (chiffres qui s'expliquent également par l'incidence du chômage).

2.2 *Types de régime*

Cette section décrit en termes généraux les caractéristiques des différents types de régime au Royaume-Uni¹⁵. Les caractéristiques réglementaires et structurelles précises qui déterminent les avantages et les inconvénients des régimes seront abordées dans les sections suivantes.

¹⁴ Pour illustrer cette notion de maturité, une enquête de la National Association of Pension Funds indique qu'en 1994, les fonds membres de l'association avaient en moyenne 5 000 membres cotisants, 2 800 membres différant leur retraite et 4 700 membres retraités.

¹⁵ S'agissant des avantages et des inconvénients économiques des régimes à prestation définies par opposition aux régimes à cotisations définies, on se reportera à Bodie, Marcus et Merton (1988) et à Davis (1995a).

Il existe deux principaux types de fonds de pension - les fonds à prestations définies et les fonds à cotisations définies - qui se distinguent par la répartition du risque entre les affiliés et l'instaurateur (une société non financière, une entreprise publique ou une administration locale). Dans les fonds à prestations définies, l'instaurateur s'engage à payer aux affiliés une pension liée à leurs gains d'activité. Au Royaume-Uni, cette pension est généralement un pourcentage prédéterminé du dernier traitement, calculé en fonction du nombre d'années de service, ou une prestation forfaitaire par année de service. Les affiliés échangent leur salaire contre une pension au taux de rendement moyen à long terme du marché financier, tandis que l'employeur supporte le risque lié à l'investissement : il s'engage à verser les prestations même si le fonds de pension ne le permet pas. En pratique, cet engagement impose de renflouer le fonds de pension dès lors que la valeur des actifs diminue ou que les engagements s'accroissent, afin de maintenir l'équilibre actuariel (il est à noter que les engagements peuvent augmenter non seulement à cause de l'accroissement des pensions dues, mais aussi à cause de la baisse du taux d'intérêt à long terme auquel les engagements sont actualisés). C'est ce qu'il a fallu faire à la fin des années 70. Par ailleurs, dans les fonds à prestations définies, il peut y avoir transfert du risque entre les jeunes travailleurs, mieux à même de supporter le risque d'investissement, et les travailleurs plus âgés et les retraités. Ce transfert permet aux fonds d'investir une grande part de leurs actifs sous forme d'actions, le rendement étant la contrepartie du risque.

Dans les régimes à cotisations définies (souvent appelés "money purchase" au Royaume-Uni), il n'y a pas de partage des risques. Les cotisations sont fixes et les prestations varient en fonction du rendement du marché. Tous les risques sont supportés par l'employé. Pour les employés qui prennent leur retraite juste après un krach boursier, ces risques sont considérables. Au Royaume-Uni, les personnes qui ont pris leur retraite en 1974 ont souvent touché des pensions plus de deux fois moins élevées que les personnes ayant pris leur retraite en 1973. Toutefois, les déficits survenant plus tôt dans la carrière de l'employé peuvent être compensés par une augmentation des cotisations dès lors que le rendement des marchés financiers s'avère insuffisant. De plus, il est en principe possible de réduire le niveau de risque à la retraite en optant progressivement pour des types d'actif moins risqués (obligations et dépôts par exemple).

Les fonds à prestations définies présentent certains inconvénients, notamment si les instaurateurs sont libres de fixer leurs conditions en fonction de leur propre intérêt. Le cas de la transférabilité est particulièrement révélateur. Les individus qui quittent leur employeur prématurément peuvent être pénalisés par rapport à ceux qui restent dans l'entreprise jusqu'à l'âge de la retraite. Pour sa part, l'entreprise peut être avantagée car la menace de telles pénalités dissuade les employés de relâcher leurs efforts et réduit le taux de rotation du personnel. Les employés qui quittent prématurément l'entreprise sont notamment pénalisés si l'employeur a institué une procédure d'acquisition des droits imparfaite (les droits à pension ne commençant à s'accumuler qu'après plusieurs années de cotisation). Dans ce cas de figure, les employés qui partent ne perçoivent pas la part proportionnelle de prestations à laquelle donnent droit les cotisations versées pour leur compte, et subventionnent de fait les employés qui restent. Pour les personnes qui changent d'emploi, la non-indexation des prestations gelées peut se traduire par une pension insignifiante, ce qui fait obstacle à la mobilité de la main-d'oeuvre. Il peut même arriver que des employés ayant accompli toute leur carrière dans l'entreprise soient licenciés avant l'âge normal de la retraite, pour faire économiser au fonds de pension le coût élevé des prestations accumulées durant les dernières années d'activité¹⁶.

¹⁶ Ce coût élevé résulte du phénomène de "backloading" ("concentration en fin d'activité"), propre aux régimes à cotisations définies liés au dernier traitement : les augmentations de traitement survenant en fin de carrière impliquent un étalement plus important des pensions sur toutes les années durant lesquelles les droits ont été accumulés.

Même lorsque les procédures d'acquisition des droits et d'indexation sur l'inflation sont parfaites, les travailleurs qui changent de régime à prestations définies à l'occasion d'un changement d'emploi ont tendance à être défavorisés par rapport aux travailleurs qui restent affiliés au même régime, tout d'abord parce que les gains moyens ont tendance à augmenter plus vite que les prix¹⁷, et aussi à cause du jeu de la promotion (la partie gelée de la pension du travailleur ne sera pas basée sur le dernier traitement mais sur un traitement moins élevé, touché plus tôt durant la carrière). En d'autres termes, dans les régimes à prestations définies liés au dernier traitement, les droits à pension acquis augmentent en fonction du temps que le travailleur passe dans une même entreprise - un phénomène connu sous le terme de "backloading". Seuls les "circuits de transfert" qui permettent de passer d'un régime à prestations définies à un autre, similaire, selon un accord préalablement défini, comme il en existe aux Pays-Bas, évitent complètement ce problème. Par ailleurs, dans les régimes liés au dernier traitement, l'inégalité se manifeste aussi parmi les travailleurs qui restent dans l'entreprise : ceux dont les gains augmentent lentement subventionnent ceux dont les gains augmentent rapidement. La plupart des réglementations applicables aux régimes à prestations définies visent à éliminer ces problèmes (voir Section 4).

S'agissant des incitations qu'ont les entreprises à proposer tel ou tel type de régime de retraite, l'adoption de régimes à prestations définies (dominants dans les grandes entreprises) résulte souvent d'une attitude paternaliste, tandis que l'adoption de régimes à cotisations définies (qui concernent surtout les petites entreprises) a souvent pour but de récompenser les employés.

Il est à noter que les deux types de régime peuvent avoir une composante assurance-vie (les pensions de survivant par exemple).

2.3 Régimes professionnels à prestations définies

Au Royaume-Uni, la plupart des affiliés à un régime professionnel ont opté pour un régime à prestations définies : ils sont 9,8 millions dans ce cas, contre 0,9 million pour les régimes à cotisations définies (Tableau 2.4). Sur ces 9,8 millions, 9,2 millions sont affiliés à un régime conventionné et 0,6 million à un régime non conventionné. 5,6 millions sont affiliés à un fonds du secteur privé, et 4,2 millions à un fonds du secteur public. Les 0,9 million de personnes affiliées à un régime à cotisations définies sont dans le secteur privé. Plus l'entreprise est grande, plus il y a de chances pour qu'elle adopte un régime à prestations définies. Contrairement à ce que suggèrent les chiffres concernant la couverture, il y a beaucoup plus de fonds à cotisations définies (91 000) qu'à prestations définies (37 000). Toutefois, la croissance des fonds à prestations définies marque le pas, notamment à cause des réglementations imposées aux employeurs (voir Section 4), qui ont pour but essentiel d'atténuer les problèmes de transférabilité et d'indexation évoqués ci-dessus. Comme nous l'avons déjà indiqué, certains régimes à prestations définies du secteur public ne sont pas préfinancés (enseignants, fonctionnaires, personnel de santé, police, militaires). Par conséquent, les actifs des fonds de pension sont gérés pour le compte d'un nombre d'affiliés inférieur à ce que laissent supposer les chiffres de couverture.

2.4 Régimes professionnels à cotisations définies

Les régimes professionnels à cotisations définies, les "money purchase plans", ont perdu de leur popularité dans les années 60 et 70, époque marquée par un taux d'inflation élevé et un faible taux de rendement réel des investissements. En 1971, ils accueillaient moins de 2 % des membres de fonds de pension professionnels, et en 1979 3 %. Ces dernières années, ils ont néanmoins regagné une partie du

¹⁷ Comme l'indique le Tableau 6.2, les gains réels moyens ont progressé de 2,6 % par an entre 1967 et 1990.

terrain perdu : en 1991, ils comptaient environ 0,9 million de membres (14 % des affiliés à un fonds de pension professionnel). 0,4 million d'entre eux sont affiliés à un régime conventionné et se répartissent comme suit : 0,1 million souscrivent sur la base de la GMP, et 0,3 million sur la base de la pension "Droits protégés". Certains membres de régimes d'employeur paient des "cotisations complémentaires facultatives" ("Additional Voluntary Contributions", également sur le principe des cotisations définies), lorsqu'ils jugent leur couverture insuffisante. Ces cotisations sont en augmentation.

Jusqu'à présent, relativement peu d'entreprises - à l'exception de quelques petits établissements - ont quitté leur régime à prestations définies au profit d'un régime à cotisations définies ou ont clôturé leur régime à prestations définies. Les travailleurs concernés par un tel transfert étaient 50 000 seulement en 1987-1991. En 1994, la National Association of Pension Funds indiquait qu'un pour cent seulement des affiliés avaient été transférés d'un type de régime à l'autre l'année précédente. En revanche, les nouvelles entreprises ont tendance à opter pour les régimes à cotisations définies. Par ailleurs, les compagnies d'assurance, qui gèrent des fonds de pension pour le compte des petites entreprises, sont moins disposées à leur proposer des fonds à prestations définies que par le passé.

Depuis lors, deux grandes banques (la Lloyds et la Barclays) ont décidé d'affilier tous leurs nouveaux employés à des régimes à cotisations définies, et le détaillant WH Smith utilise désormais exclusivement ce type de régime. Le conglomérat Pearson, Standard Chartered Bank et Legal and General Insurance sont également sur le point de changer de type de régime. En d'autres termes, à l'heure où ce document est finalisé (début 1996), les régimes à cotisations définies semblent gagner du terrain.

2.5 *Plans individuels*

Les plans individuels peuvent être souscrits dans le cadre d'un trust ou d'un acte unilatéral. Les deux types de plan confèrent aux bénéficiaires des droits exécutoires en cas de décès du souscripteur du plan. Toutefois, les prestations ne font partie de la propriété du souscripteur que dans le cadre d'un acte unilatéral. Les trusts qui régissent les plans individuels ont la même forme que ceux qui régissent les fonds professionnels. Toutefois, dans le cas d'un plan individuel, l'individu concerné est souvent administrateur : le régime fournit une pension, mais c'est l'individu qui choisit le moment auquel elle lui sera versée.

Les plans individuels se fondent généralement sur une "prestation standard", fournie par des prestataires autorisés qui investissent pour le compte de l'individu¹⁸. Ces prestataires autorisés peuvent être des compagnies d'assurance, des SICAV ("unit trusts"), des sociétés de crédit hypothécaire ou des banques. Les compagnies d'assurance-vie sont prédominantes. Ces prestations peuvent être versées sur la base d'assurances mixtes ("endowments")¹⁹, de SICAV ("units") ou de dépôts. Dans les faits, les régimes fondés sur l'assurance-vie avec participation aux bénéfices ("endowment with profits") et les assurances-vie investies dans les SICAV sont les plus nombreux. Ces derniers sont ceux qui offrent le rendement le plus élevé, mais sans garantie de capital. Ils peuvent induire un risque très élevé pour les investisseurs,

¹⁸ Depuis 1989, les plans "Self Invested Personal Pensions" sont également autorisés : ils établissent une distinction entre administration et investissement pour permettre à ceux qui le souhaitent de gérer leurs propres investissements. Il sont néanmoins peu répandus (2 500 en cours en 1993).

¹⁹ Les régimes fondés sur l'"endowment" (assurance mixte) offrent une forme de garantie du capital, en contrepartie d'un rendement inférieur à celui offert par les assurances-vie investies dans les SICAV (qui n'offrent pas de garantie, et où les valeurs fluctuent en fonction de l'état du marché). Les assurances-vie avec participation aux bénéfices offrent une prime réversible annuelle, qui ne peut être révoquée une fois versée, ainsi qu'une prime finale substantielle. Les assurances-vie sans participation aux bénéfices offrent un rendement garanti (faible).

dont la pension dépend de la valeur de liquidation des actifs accumulés au moment de la retraite. Il n'est pas impossible qu'en raison du krach de 1987, les personnes qui ont pris leur retraite le 23 octobre aient touché une pension 30 % inférieure à ce qu'elles auraient obtenu si elles avaient pris leur retraite une semaine plus tôt. Les risques sont moindres pour les assurances-vie avec participation aux bénéfices : la prime réversible accumulée chaque année est garantie (même si la prime finale est exposée au risque). En règle générale, les plans individuels se fondent sur des cotisations forfaitaires ou sur une proportion fixe du traitement. Toutefois, il existe maintenant des régimes ciblés qui font varier les cotisations et l'allocation des actifs de manière à reproduire le plus fidèlement possible les prestations versées par les régimes liés au dernier traitement. Les pensions individuelles sont financées par les annuités achetées auprès des compagnies d'assurance-vie. Les souscripteurs de plans individuels sont libres d'acheter leurs annuités auprès de l'assureur de leur choix, et non pas uniquement auprès de l'assureur qui leur a vendu leur contrat. Les annuités peuvent être nominales ou indexées.

La plupart des plans individuels sont souscrits à titre personnel, mais il existe également des plans collectifs : dans ce cas, l'employeur groupe plusieurs plans individuels pour faciliter leur traitement administratif. Ces pensions sont totalement transférables et ne génèrent pas d'économies de coût substantielles pour l'individu. Il existe également des plans transférables sectoriels (dans l'ingénierie et la confection) pour les employés des petites entreprises de ces secteurs. Ces plans s'apparentent largement à des régimes professionnels à cotisations définies, mais ils sont transférables au sein du secteur. Ils présentent l'avantage de générer des économies d'échelle et donc de réduire les coûts. Les employeurs sont plus susceptibles de les financer, et des prestations sont versées en cas de décès de l'intéressé avant son départ en retraite (ce qui n'est pas le cas avec les plans individuels).

La croissance récente de la couverture des pensions privées est en grande partie imputable au développement des plans individuels. Selon DSS (1995), en 1992/3, 24 % des employés avaient quitté le SERPS²⁰ au profit d'un plan individuel (26 % des hommes et 21 % des femmes), ce qui représentait un total de 5,7 millions de personnes. Bien que la majorité d'entre eux aient directement quitté le SERPS pour souscrire à un plan individuel, un grand nombre ont d'abord été affiliés à un régime professionnel ou ont choisi un plan individuel au lieu de s'affilier à un régime d'employeur. L'affiliation aux régimes professionnels est devenue facultative en 1988. En 1991, 23 % des personnes *nouvellement habilitées* à s'affilier à un régime professionnel se sont abstenues de le faire, mais beaucoup d'entre elles sont restées membres du régime public au lieu de souscrire à un plan individuel. Selon une enquête²¹ de 1993 (Williams et Field (1993)), 49 % des affiliés au SERPS (à l'époque) et 20 % de *l'ensemble* des membres de régimes d'employeur comptaient à un moment ou à un autre souscrire à un plan individuel²².

Les individus qui restent affiliés au SERPS ou à un fonds professionnel peuvent percevoir une pension individuelle complémentaire sur la base de "cotisations facultatives complémentaires indépendantes" ("free-standing additional voluntary contributions"), avec plafonnement des cotisations exonérées d'impôt.

La majorité des titulaires de plans individuels ont moins de 40 ans. Ceci est logique car le profil des prestations proposées par ces fonds incite fortement leurs affiliés à réintégrer le SERPS entre 40 et 50 ans. Ce phénomène est dû au fait que la cotisation minimum est fixe, tandis que le coût du service d'une

²⁰ Dans la pratique, ceux qui optent pour un plan individuel paient leurs cotisations au taux non conventionné et bénéficient d'une remise.

²¹ Concernant l'accueil réservé aux plans individuels, voir également Finch et Keegan (1991).

²² Par la suite, les plans individuels ont eu mauvaise presse car un certain nombre d'entre eux ont été vendus à des personnes à qui ils n'étaient pas adaptés (voir Section 4).

pension donnée augmente avec l'âge (des réductions liées à l'âge seraient plus judicieuses ; d'ailleurs, le fait que, depuis 1993, les primes incitatives soient accordées uniquement aux plus de 30 ans constitue un pas dans cette direction). Le moment optimal du transfert entre les deux régimes dépend des hypothèses posées concernant la croissance des gains (qui détermine les pensions du SERPS) et le rendement des marchés financiers (qui détermine les pensions individuelles). Cette argumentation est étayée par les faits : la couverture des 20-30 ans est actuellement de 45 % pour les hommes et de 40 % pour les femmes, mais elle diminue sensiblement par la suite [Tableau 2.12].

Le gouvernement a été étonné par le succès des plans individuels. En 1988, on s'attendait à ce que 1,75 million de personnes quittent le SERPS au profit d'un plan individuel. En 1993, elles étaient 5 millions à adhérer à un plan individuel (la plupart étaient précédemment affiliées au SERPS). Ce succès est néanmoins à mettre en regard avec le coût public des incitations, qui a très élevé (voir Section 3). D'autre part, de nombreux plans individuels ont été vendus à tort à des personnes qui étaient déjà affiliées à des régimes professionnels (voir Section 4), ce qui pose d'épineux problèmes d'ordre réglementaire. S'agissant des performances, les cotisations ne suffisent généralement pas à financer une pension satisfaisante, et les commissions sont très élevées (voir Section 5).

3 Traitement fiscal des pensions au Royaume-Uni

3.1 Questions économiques

Les formes d'épargne telles que les pensions peuvent être imposées de deux manières (si l'on exclut tout système d'imposition double qui taxerait à la fois les cotisations et les pensions) : dans un cas, le rendement des actifs est exonéré d'impôt (traitement fiscal des dépenses), et dans l'autre il est imposé (imposition générale du revenu). Tous les prélèvements fiscaux faussent les incitations d'une manière ou d'une autre. On doit donc se contenter d'une solution de repli, qui cause moins de distorsions que les autres mais réalise tout de même l'objectif de l'impôt ou de l'exonération et, si possible, génère des recettes²³. Pour une analyse complète des aspects économiques du traitement fiscal des fonds de pension, voir Dilnot (1992) et Dilnot et Johnson (1993).

Le choix entre l'imposition du revenu et l'imposition des dépenses est dicté par le type de neutralité que l'on cherche à promouvoir. Il peut s'agir de la neutralité entre la consommation et l'épargne (qui suppose l'imposition du revenu du capital) ou de la neutralité de la consommation au fil du temps (le revenu du capital étant dans ce cas exonéré). A tout bien considérer, la première forme est la plus contestable car l'épargne, et notamment l'épargne-retraite, n'est pas une marchandise comme les autres. C'est un bien intermédiaire, qui doit permettre une consommation future. Par ailleurs, dans la pratique, les régimes à prestations définies se prêtent mal à une imposition générale du revenu, car il est difficile de cerner précisément la propriété des membres individuels de ces régimes. Par conséquent, le traitement fiscal des dépenses, qui impose la consommation au même taux au fil du temps et qui n'implique pas de distorsion liée à l'inégalité du rendement avant et après impôt, semble plus approprié. Il faut ajouter que le traitement fiscal des dépenses peut consister à imposer soit les rentrées (cotisations) soit les sorties (pensions). La deuxième solution présente deux avantages du point de vue des bénéficiaires : elle entraîne un report d'impôt et une forme d'arbitrage fiscal (possibilité de bénéficier d'un taux d'imposition inférieur à la retraite).

²³ Comme le note Dilnot (1992), il n'existe pas de régime fiscal viable qui soit fiscalement neutre à tous égards et qui permette de dégager des recettes.

L'autre grande question soulevée par le traitement fiscal des pensions est de savoir s'il y a lieu de traiter les pensions plus favorablement pour générer un afflux plus important d'épargne. Dans le cadre d'un traitement fiscal des dépenses pur, toutes les formes d'épargne sont avantagées au même degré du point de vue fiscal. Les ménages n'épargnent pas uniquement pour leur retraite, mais aussi pour s'assurer contre la maladie et le chômage, pour élever leurs enfants, pour acheter des biens ou des actifs et pour léguer un héritage. Pourquoi l'épargne visant spécifiquement à fournir un revenu de retraite sur la base d'annuités serait-elle avantagée ? Plusieurs raisons militent en faveur d'une taxation relativement modérée des pensions. Premièrement, la nécessité d'aider les gens à épargner suffisamment pour préserver leur niveau de vie après leur retraite. Deuxièmement, la volonté d'encourager l'épargne afin de réduire le coût pour l'Etat des prestations de sécurité sociale soumises au contrôle des ressources. Troisièmement, le besoin de relever le niveau général d'épargne. Et quatrièmement, le fait que les fonds de pension soient à certains égards supérieurs à d'autres types d'institutions financières.

Au Royaume-Uni, ce sont les deux premiers arguments qui sont privilégiés. Le premier, éminemment paternaliste, est le plus important. Il suppose que les pouvoirs publics savent mieux que leurs administrés ce qui est bon pour eux et peuvent donc se permettre de fausser les choix des individus pour leur assurer une épargne-retraite adéquate. Il suggère également que les citoyens sont généralement peu clairvoyants et qu'ils n'évaluent pas correctement leurs besoins futurs et/ou qu'ils peuvent être à l'origine d'un aléa de moralité en considérant que l'Etat les prendra en charge même s'ils n'épargnent pas. De plus, comme nous l'avons indiqué plus haut, dans le cadre d'un système fiscal applicable au revenu, différer la consommation coûte cher. Un tel système n'incite donc pas à épargner pour la retraite.

Les caractéristiques des différents types d'épargne conduisent à une autre remarque. Les formes d'épargne autres que les pensions peuvent être désaccumulées à volonté, ou utilisées comme nantissement dans le cadre d'un emprunt²⁴, tandis que l'épargne-retraite est unique du fait qu'elle se présente sous forme d'annuités contractuelles. Par conséquent, elle est plus appropriée du point de vue de la constitution d'un revenu de vieillesse (et de la formation de capital à long terme), mais elle est *a priori* moins attrayante pour l'épargnant. Par conséquent, pour inciter les individus à constituer une épargne-retraite suffisante, il peut s'avérer nécessaire de leur accorder certains privilèges. L'argument qui consiste à encourager l'épargne pour réduire les coûts de sécurité sociale est également valable au Royaume-Uni, puisque les individus y ont la possibilité de quitter le régime public.

3.2 *Traitement fiscal des pensions au Royaume-Uni*

Se rangeant à ces arguments, le Royaume-Uni a adopté le traitement fiscal des dépenses pour les pensions privées préfinancées : ce sont les sorties (pensions) et non les rentrées (cotisations) qui sont imposées. Les cotisations patronales sont déductibles du bénéfice, et les cotisations salariales sont déductibles du revenu imposable. Les cotisations patronales ne sont pas considérées comme une fraction du revenu imposable des employés. Par ailleurs, aucun impôt n'est prélevé sur le revenu ou les gains en capital des fonds de pension (y compris ceux qui résultent de l'utilisation de contrats à terme ou d'options).

Conformément au principe du traitement des dépenses, les pensions sont imposées en tant que rémunération. Une somme forfaitaire exonérée d'impôt et représentant jusqu'à quatre fois le traitement peut être versée en cas de décès en activité. Le système fiscal garantit que les pensions professionnelles sont bel

²⁴ Toutefois, dans des pays tels que le Royaume-Uni, les pensions individuelles - mais pas les pensions professionnelles - peuvent aussi être utilisées comme nantissement dans le cadre d'un emprunt ou d'un emprunt hypothécaire.

et bien préfinancées. En effet, au Royaume-Uni, un régime privé par répartition ne bénéficierait d'aucun privilège fiscal et ne serait pas admis à se substituer au régime public lié aux gains.

Ce système présente néanmoins une anomalie, qui contredit le principe du traitement fiscal des dépenses (tout comme l'idée selon laquelle les pensions sont des "annuités contractuelles") : une somme représentant jusqu'à une fois et demie le traitement de l'employé (150 000 livres, soit 225 000 dollars) ou un quart ²⁵ du montant d'un fonds à cotisations définies peut être perçue à la retraite sous la forme d'un montant forfaitaire exonéré d'impôt, sous réserve que l'employé ait au moins 20 ans de service. Dans ce cas, la prestation est réduite d'autant. Rien ne justifie réellement cet avantage - ni l'argument selon lequel l'exonération fait partie intégrante des systèmes fiscaux, ni celui qui dit que cet avantage encourage l'épargne. Il serait plus approprié de décourager que d'encourager ces privilèges, car ils peuvent conduire à une dilapidation de l'épargne-retraite. Avant de supprimer cet avantage, il conviendra peut-être de ménager une transition, pour permettre à ceux qui tablent sur cette somme forfaitaire de rembourser un emprunt, etc.

L'une des caractéristiques essentielles du régime fiscal est qu'il plafonne les cotisations exonérées d'impôt. Les cotisations de l'employé sont exonérées à hauteur de 15 % du traitement, et les cotisations globales à hauteur de 17,5 %. Cette règle vaut pour les cotisations versées au fonds et pour les cotisations complémentaires facultatives indépendantes. Par ailleurs, pour les fonds à prestations définies, le taux de remplacement exonéré d'impôt est depuis longtemps plafonné à 2/3 du dernier traitement. Il faut normalement 40 ans pour atteindre ce taux, mais dans certains cas spécifiques, 20 ans suffisent. Depuis la mi-1989, la limite d'exonération des cotisations, pour les nouveaux membres et les nouveaux régimes, est plus sévère puisqu'elle s'établit²⁶ à 76 800 livres et est indexée uniquement sur les prix. Cette réglementation affectera une part croissante de la population active puisque les salaires augmentent environ de 2-3 % fois plus vite que les prix. Depuis 1989, les régimes "complémentaires" ("Top up schemes") sont autorisés à majorer les pensions au-delà de ces limites, mais sans donner droit à aucun allègement fiscal.

Pour les individus qui sont affiliés uniquement auprès d'un régime à cotisations définies (régime professionnel ou plan individuel), la contrepartie de ces restrictions est une limite d'exonération proportionnelle au salaire (le taux variant avec l'âge). Pour les personnes de moins de 36 ans, la limite est de 17,5 %, pour les 36-45 ans de 20 %, pour les 46-50 ans de 25 %, pour les 51-55 ans de 30 %, pour les 56-60 ans de 35 %, et pour les plus de 61 ans de 40 %. Les souscripteurs de plans individuels qui ont bénéficié de allègement fiscal applicable aux cotisations salariales mais ne l'ont pas utilisé peuvent le reporter pendant six ans. D'autre part, pour les individus qui ont perçu un revenu insuffisant durant l'exercice fiscal en cours, allègement fiscal peut être utilisé rétroactivement pour réduire les impôts dus sur les revenus de l'année précédente.

En vertu du Social Security Act de 1986, tous les affiliés à un régime professionnel peuvent verser des cotisations complémentaires facultatives pour acheter des prestations supplémentaires dans les limites indiquées ci-dessus. Les personnes qui ont commencé à cotiser tardivement peuvent les employer pour accumuler des droits à annuités (elles ne peuvent être utilisées pour le versement de sommes forfaitaires). Le Finance Act de 1987 a institué les cotisations complémentaires facultatives indépendantes, qui sont distinctes du régime d'employeur et sont transférables, au même titre que les pensions individuelles.

²⁵ Le calcul ne tient pas compte de l'élément droits protégés des fonds à cotisations définies ou des plans individuels.

²⁶ Environ trois fois le niveau des gains moyens actuellement.

Les autorités fiscales définissent un niveau de préfinancement maximum aux fins du traitement fiscal du revenu généré par les actifs des fonds. Le maximum est de 105 % de l'Obligation née des prestations projetées (Projected Benefit Obligation), qui tient compte de l'augmentation prévue du traitement des employés au long de leur carrière (voir Section 4). Pour bénéficier de l'exonération, les employeurs doivent ramener le surfinancement à 5 % sur cinq ans, soit en augmentant les prestations soit en diminuant les cotisations. L'exonération de la rémunération des actifs est limitée d'une autre manière : les fonds de pension ne peuvent pas récupérer la totalité de l'Advance Corporation Tax (paiement anticipé de l'impôt sur les sociétés) sur les dividendes versés. On estime que l'amendement de la loi fiscale à l'origine de cette mesure a provoqué une diminution de 7 % des dividendes perçus, ce qui a considérablement entamé les marges de solvabilité des fonds à prestations définies.

Même si le traitement fiscal des dépenses est économiquement supérieur à d'autres formes d'imposition de l'épargne, beaucoup considèrent qu'il n'est pas souhaitable de l'appliquer uniquement aux fonds de pension car il canalise l'épargne au profit d'un type particulier d'actif. Au Royaume-Uni, d'autres formes d'épargne basées sur les actions (PEP) et les dépôts (TESSA) sont soumises, dans une moindre mesure, au régime du traitement des dépenses. De la sorte, l'avantage relatif des pensions diminue mais n'est pas complètement supprimé. En effet, contrairement aux cotisations pour les retraites, les contributions versées au titre des PEP et des TESSA sont prélevées sur le revenu imposé, ce qui supprime l'avantage du report d'impôt et de la réduction du taux d'imposition à la retraite. De plus, ces produits sont peu répandus. Ils ont néanmoins contribué à améliorer l'égalité entre les différents types d'épargne.

3.3 *Imposition des retraités*

Le revenu effectivement perçu par les retraités auprès de leur régime de retraite dépend du système d'imposition directe appliqué à cette tranche d'âge, lequel est assez généreux. Les retraités ne paient pas de cotisations d'assurance sociale et bénéficient d'abattements fiscaux plus importants que la population en âge de travailler. En conséquence, pour le même revenu net, il leur faut un revenu brut moins important que les travailleurs. Cette différenciation peut paraître injuste car les retraités n'ont pas de frais professionnels (abonnements de transport, vêtements de travail) et sont généralement déjà propriétaires de leur logement et de biens de consommation durables. De plus, comme l'indique la Section 1.4, la vieillesse n'est plus un bon indicateur de la pauvreté au Royaume-Uni.

Il existe une différence entre le traitement fiscal du revenu généré directement par une pension professionnelle et celui des annuités générées par les pensions individuelles. Dans le premier cas, le revenu est versé mensuellement net d'abattements fiscaux. Dans le deuxième cas, tous les paiements sont effectués nets du taux d'imposition de base, et les abattements doivent être réclamés à la fin de l'année fiscale.

3.4 *Dépenses fiscales*

Le traitement fiscal des fonds de pension pose le problème de l'ampleur des dépenses fiscales, c'est-à-dire des recettes fiscales que l'Etat sacrifie en accordant une subvention. On peut se faire une idée approximative de ce montant en déduisant des impôts qui devraient être payés sur les cotisations et le revenu des actifs les impôts payés sur les prestations. Le Trésor britannique fait état d'un coût brut (c'est-à-dire sans prise en compte de l'impôt sur les prestations) de 12 milliards de livres (23 milliards de dollars ou 2,3 % du PIB) pour 1989-90. Bien entendu, dans la pratique, l'Etat ne récupérerait pas l'intégralité de cette somme car si l'abattement fiscal était supprimé, le comportement des épargnants serait modifié. Dans un tel cas de figure, les épargnants placeraient leur épargne dans l'instrument devenu le plus intéressant fiscalement. Dilnot et Johnson (1993) ont calculé le montant des dépenses au Royaume-Uni sur la base de

deux scénarios : transfert de l'épargne sur des comptes PEP, exonérés d'impôt, ou sur de simples dépôts bancaires, qui sont les instruments financiers les plus lourdement taxés. Ils ont obtenu des résultats très éloignés, liés à la différence de traitement fiscal : 1 milliard de livres contre 4 milliards de livres. Toutefois, ces deux estimations sont nettement inférieures aux 12 milliards de livres cités ci-dessus. En conséquence de quoi les auteurs affirment : "on voit mal quelle utilité peuvent avoir (de telles sommes)..."

Ces calculs simplificateurs des dépenses fiscales sont critiquables pour une autre raison : les recettes perçues par les régimes de retraite immatures (dans lesquels le rapport cotisants/bénéficiaires est plus élevé que dans l'équilibre à long terme) et les versements qu'ils effectuent une année donnée ne donnent pas une indication exacte de la valeur présente de la subvention nette dans le temps. Suite à l'abaissement des taux d'imposition marginaux et à l'élimination de certaines failles dans la législation fiscale au Royaume-Uni, les dépenses fiscales seront à l'avenir beaucoup moins importantes qu'elles ne l'étaient en présence de taux marginaux élevés.

3.5 Coût des pensions individuelles

Comme nous l'avons indiqué dans la Section 1, jusqu'en 1993, les affiliés au SERPS ont bénéficié d'une prime incitative de 2 % pour souscrire à un plan individuel. Les calculs du Government Actuary indiquent que le coût de ce programme de réductions supplémentaires, destiné à encourager le développement des pensions individuelles, a été beaucoup plus élevé que les économies maximum qu'aurait pu dégager le SERPS du fait de son existence. Le National Audit Office estime qu'entre 1988 et 1994, le système d'Assurance nationale (National Insurance) a fait une croix sur des recettes d'un montant de 9,3 milliards de livres, alors que les gains n'ont pas dépassé 3,4 milliards de livres environ. Ces calculs se fondent sur l'hypothèse selon laquelle tous les employés qui ont quitté le SERPS s'y réaffilieront au moment opportun. La réduction jugée appropriée pour les membres de régimes professionnels de profil moyen a été versée principalement aux jeunes travailleurs, pour lesquels les droits accumulés auprès du SERPS ont une valeur relativement faible. La décision prise en avril 1993 de verser une prime de 1 % aux plus de 30 ans uniquement peut être perçue comme une tentative de rétablir l'équilibre coûts-avantages, ce groupe d'âge n'ayant désormais plus le même intérêt à réintégrer le SERPS.

4 Réglementation

4.1 Aspects économiques

Avant d'évoquer les détails de la réglementation des fonds de pension au Royaume-Uni, il y a lieu d'expliquer pourquoi les fonds de pension doivent être réglementés. En effet, étant donné que ces fonds offrent des prestations aux employeurs et aux employés, on peut se demander pourquoi une solution dictée par le marché ne suffirait pas. Indépendamment des questions de redistribution, l'intervention de l'Etat dans le fonctionnement des marchés peut se justifier en cas de défaillance de ces derniers, c'est-à-dire lorsqu'un ensemble de prix du marché ne parvient pas à atteindre l'optimum de Pareto. Lorsque des marchés compétitifs donnent des résultats efficaces, la réglementation ne se justifie pas. Dans le domaine de la finance, le marché peut être exposé à trois grands types de défaillance : l'asymétrie des informations, les externalités et les monopoles.

En ce qui concerne l'asymétrie des informations, il est difficile ou coûteux pour l'acheteur d'un service financier d'obtenir des informations suffisantes sur ce produit. Cette asymétrie des informations peut encourager les manoeuvres frauduleuses, la négligence, l'incompétence et l'inéquité, et même entraîner la défaillance de l'institution financière elle-même. Ces phénomènes revêtent une importance

particulière pour les personnes qui utilisent les services financiers tels que ceux proposés par les fonds de pension "au détail". En effet, ils s'engagent à investir une proportion considérable de leurs biens, et les contrats ont un caractère irrévocable et impliquent un engagement durable. Par ailleurs, il est peu probable que ces clients jugent rentable d'évaluer pleinement les risques induits par les régimes de retraite (y compris la solvabilité de l'instaurateur dans le cas de fonds professionnels). Ces asymétries sont manifestement moins importantes pour les utilisateurs de services financiers en gros (tels que les fonds de pension eux-mêmes dans le cadre de leurs transactions avec les banques d'investissement), car ils disposent d'informations de meilleure qualité, exercent un contre-poids considérable et mènent entre eux des transactions répétées. Toutefois, il se pourrait que les institutions financières elles-mêmes, notamment les compagnies d'assurance-vie qui proposent des pensions individuelles, oeuvrent pour la protection des utilisateurs de services financiers (y compris au détail) contre l'exploitation, par souci de préserver leur réputation. Les institutions non financières qui, pour leur part, tiennent à leur réputation sur le marché du travail (un actif précieux qui se déprécierait si clients ou employés étaient exploités) pourraient agir dans le même sens.

Il y a externalité lorsque les actions de certains agents ont des répercussions auxquelles n'est attribué aucun prix sur d'autres agents. Sur les marchés des capitaux, le type d'externalité le plus manifeste est lié au risque de retraits massifs de fonds dans les banques. Dans ce cas de figure, la défaillance d'une banque entraîne un risque accru de défaillance des autres banques, soit à cause de leurs liens financiers (créances interbancaires par exemple), soit parce que quelques cas de défaillance isolés incitent les déposants à se méfier des autres établissements bancaires. D'autres institutions telles que les banques d'investissement peuvent être victimes du phénomène de retrait massif de fonds (Davis 1995b). Les fonds de pension, dont les engagements et les créances portent tous deux sur le long terme, sont moins vulnérables face à ces externalités. Néanmoins, la défaillance des fonds de pension peut entraîner certaines externalités, notamment pour l'Etat - soit en tant que garant direct soit parce qu'il s'engage à servir une pension aux individus qui en sont privés. Parallèlement, les externalités positives peuvent donner aux pouvoirs publics des raisons d'encourager les fonds de pension (volonté de réduire les coûts de sécurité sociale ou de stimuler le développement des marchés financiers par exemple).

Le troisième type de défaillance résulte du pouvoir que détiennent certaines entités sur le marché. Les fonds de pension peuvent se trouver dans cette position, notamment lorsque l'affiliation est obligatoire. Par conséquent, il est vital que les intérêts des affiliés soient protégés par la réglementation, même en l'absence d'informations asymétriques. Comme l'indique Altman (1992), dans un environnement non réglementé, les employeurs proposant des pensions sur la base d'un monopole auraient tendance à structurer les plans de retraite en privilégiant leur propre intérêt, par exemple en instituant des règles d'acquisition onéreuses²⁷ et des conditions plus favorables pour les dirigeants que pour les travailleurs. Ils exigeraient de pouvoir financer (ou ne pas financer) le régime à leur gré et de conserver des actifs pour leur propre usage, quitte à mettre en faillite le fonds de pension. Ils ne tiendraient pas compte des besoins en matière de retraite de certains groupes tels que les personnes qui changent souvent d'emploi, les jeunes travailleurs ou les femmes qui ont dû interrompre leur carrière après avoir eu des enfants. En l'absence de cadre réglementaire approprié, les syndicats peuvent faire pression et résoudre certains de ces problèmes pour les employés, mais pas pour les groupes les plus périphériques.

D'aucuns diront que les fonds de pension doivent être réglementés pour d'autres raisons, par exemple pour garantir que les avantages fiscaux ne sont pas utilisés à mauvais escient et que les objectifs d'équité, d'adéquation et de sécurité du revenu des retraités sont réalisés - ce qui revient à corriger les défaillances du marché des annuités qui justifient l'existence des fonds de pension et de la sécurité sociale. La réglementation peut également naître de la volonté de promouvoir l'efficacité économique, par exemple

²⁷ Il est intéressant de noter que les fonds non réglementés des pays en développement instituent de telles règles.

en supprimant les obstacles à la mobilité de la main-d'oeuvre. Altman (1992) va plus loin en suggérant que le terme "pension privée" est mal choisi dans la mesure où la frontière entre programmes privés et publics est de plus en plus floue. Les modalités des pensions sont souvent dictées par les pouvoirs publics ; les fonds de pension privés sont soutenus par l'Etat au moyen d'avantages fiscaux ; le service d'une pension est obligatoire dans plusieurs pays ; et dans des pays tels que le Royaume-Uni, les fonds privés se substituent en partie au régime public lié aux gains.

Bien entendu, les réglementations ont un coût. Dans la suite du document, nous montrerons que des réglementations excessives peuvent faire obstacle au développement des régimes privés lorsque ceux-ci sont optionnels, et réduire la concurrence des entreprises lorsqu'ils sont obligatoires. Les réglementations peuvent être classées en trois catégories : celles qui portent sur les actifs des fonds de pension (financement, composition du portefeuille et excédents), sur leurs engagements (affiliation, intégration à la sécurité sociale, prestations, transférabilité) et les réglementations structurelles générales (administration, protection contre la fraude, information, structures réglementaires). Les réglementations actuelles sont récapitulées dans le Tableau 4.1. Il est à noter que lorsque les clauses du Pension Act de 1995 entreront en vigueur (1997), la structure réglementaire sera substantiellement modifiée. Le nouveau régime est présenté succinctement dans le Tableau 4.2. L'analyse détaillée qui suit porte sur les deux régimes.

4.2 *Réglementations portant sur le financement*

Les réglementations qui régissent le financement des prestations sont un élément clé du cadre réglementaire des fonds de pension à prestations définies. Par définition, un régime à cotisations définies, qu'il s'agisse d'un régime professionnel ou d'un plan individuel, est nécessairement entièrement préfinancé, car les actifs sont égaux aux engagements. En revanche, pour les régimes à prestations définies, une distinction est faite entre le régime de retraite (qui établit les droits contractuels des parties) et le fonds (un ensemble d'actifs qui sert de nantissement pour les prestations promises). Lorsque le fonds vaut moins que la valeur présente des prestations promises, le régime est sous-financé. Dans le cas inverse, il est surfinancé. Le calcul du niveau de préfinancement approprié nécessite de poser un certain nombre d'hypothèses actuarielles, concernant notamment le rendement attendu des actifs, la croissance des salaires projetée (pour les régimes tenant compte du dernier traitement) et l'inflation future (si les pensions sont indexées), et d'estimer le taux de mortalité et l'évolution dans le temps du nombre relatif de cotisants et de bénéficiaires.

Les règles de financement minimum visent à protéger les prestations au cas où l'entreprise serait en cessation de paiement. En effet, comme les prestations non préfinancées constituent un passif pour l'entreprise du point de vue comptable, le risque est concentré et les retraités (ou les assureurs de la pension, voir ci-dessous) ne sont pas mieux placés que les autres créditeurs en cas de faillite. Généralement, il existe aussi des règles de financement maximum, dont le but est de prévenir l'utilisation abusive des avantages fiscaux (surfinancement). Les industries sur le déclin, dans lesquelles le rapport travailleurs/retraités diminue, auront beaucoup de mal à servir des pensions non préfinancées²⁸. James (1993) suggère que même dans les industries stables, les entreprises devant servir des pensions non préfinancées à un grand nombre de retraités seront moins concurrentielles que des entreprises dotées d'une main-d'oeuvre jeune, celles des pays en développement par exemple. Dans la mesure où le cycle de vie de l'entreprise est un processus inéluctable, les promesses de pensions privées reposant sur un système par

²⁸ Andrews (1993) cite l'exemple du fonds des employés du chemin de fer aux Etats-Unis, pour illustrer les problèmes rencontrés par les régimes par répartition dans les industries en déclin.

répartition ne sauraient être crédibles. Comme nous l'avons indiqué, le système fiscal britannique décourage les pensions professionnelles non préfinancées.

Le préfinancement constitue un moyen diversifié, et donc moins risqué, de garantir la promesse de pension. Par ailleurs, lorsque le régime est excédentaire, il permet aux bénéficiaires de percevoir une pension plus élevée que prévu. Lorsque le fonds de pension est un trust indépendant (comme au Royaume-Uni), les ayants droit jouissent d'une protection supplémentaire contre les créiteurs en cas de faillite de l'entreprise. Bodie (1990a) estime que les trois raisons essentielles pour lesquelles les entreprises ont recours au préfinancement, mis à part les réglementations *per se*, sont : les incitations fiscales, la possibilité de disposer d'une marge de manoeuvre financière (en cas d'excédent), utile pour les périodes difficiles, et le fait que l'assurance des prestations n'est pas forcément suffisante pour couvrir les employés les mieux rémunérés²⁹. Etant donné qu'au Royaume-Uni les excédents ne peuvent être récupérés en exemption fiscale que par le biais d'une suspension des cotisations et qu'il n'existe pas d'assurance-prestations (sauf, ultérieurement, contre la fraude), les incitations fiscales sont la principale motivation.

Avant d'aborder la question du préfinancement, il convient de donner quelques définitions préliminaires. La définition des engagements dans l'hypothèse d'une dissolution du fonds, c'est-à-dire le niveau de "solvabilité" auquel l'entreprise peut honorer ses obligations actuelles, correspond à la notion d'Obligation née des prestations accumulées (ABO). L'hypothèse selon laquelle les droits sont indexés sur les augmentations des gains jusqu'à la retraite, comme c'est le cas dans les régimes tenant compte du dernier traitement, donne lieu à l'Obligation née des prestations projetées (PBO). L'Obligation née des prestations indexées (IBO) présuppose que les prestations sont indexées après la retraite (Voir Bodie (1991) pour une présentation détaillée de ces concepts.)

Les principales caractéristiques de la structure actuelle des règles de financement au Royaume-Uni sont les suivantes : (i) il n'existe pas de règles de financement minimum ou d'obligation de remédier à un sous-financement (sauf pour la GMP, voir ci-dessous), même si les administrateurs sont tenus, de par leur fonction, de vérifier que le régime est correctement financé ; (ii) aucune norme de calcul du financement n'est imposée ; (iii) les entreprises ne sont pas tenues d'intégrer les déficits dans leur bilan.

En ce qui concerne les méthodes de calcul du financement, on a tendance à utiliser un indicateur basé sur la continuité du fonds tel que la PBO ou l'IBO, selon que l'indexation soit garantie ou pas. L'ABO n'est pas employée. Le degré d'adéquation du financement est mesuré au regard du cash flow actuel et projeté des actifs, et non pas à l'aune des valeurs actuelles du marché, comme c'est le cas dans d'autres pays. Cette pratique transparaît également dans la norme comptable SSAP24, qui fonde elle aussi l'évaluation du fonds sur ces hypothèses actuarielles et sur le lissage à long terme. Avec l'adoption de cette norme, les entreprises du Royaume-Uni ont pour la première fois été obligées d'intégrer le coût réel du service des pensions (c'est-à-dire la croissance des actifs et des engagements sur la base des hypothèses actuarielles standard) - et non pas uniquement les cotisations versées au titre du préfinancement - dans leur compte de résultats. Pour l'instant, elles ne sont pas tenues d'intégrer les déficits éventuels dans leur bilan, contrairement aux entreprises de pays tels que les Etats-Unis.

²⁹ Toutefois, Ippolito (1986) maintient qu'en l'absence de règles de financement, et en dépit de l'avantage fiscal, les entreprises ont intérêt à sous-financer le fonds de pension : de cette manière, les actionnaires peuvent faire pression sur les travailleurs syndiqués dans les négociations en brandissant la menace d'une faillite. Ils s'assurent ainsi que ces travailleurs défendront la viabilité à long terme de l'entreprise et s'abstiendront d'imposer des augmentations de salaire supérieures aux niveaux concurrentiels. Le fait qu'au Royaume-Uni, où il n'existe pratiquement aucune règle de financement minimum, les niveaux de financement soient élevés infirme cet argument.

Concernant la prise en compte des taux d'intérêt dans le calcul du financement, au Royaume-Uni, l'Etat se fie au jugement (fluctuant) des actuaires et, en général, intègre l'hypothèse de croissance des salaires.

Les règles comptables et de financement peuvent avoir un impact sur la gestion du fonds car elles déterminent l'incidence du risque de déficit, qui survient lorsque les engagements sont supérieurs aux actifs, et, partant, le moment où il devient urgent de renflouer le fonds. Au Royaume-Uni, où l'absence de règles de financement minimum se combine à des normes comptables fondées sur le rendement, les risques de déficit sont historiquement beaucoup moins élevés qu'ils ne le seraient si, par exemple, le pays adoptait des règles de financement minimum et des normes comptables fondées sur la valeur de marché. Cela signifie que les fonds de pension britanniques peuvent recourir massivement à des actifs très fluctuants tels que les actions (ce qu'ils n'hésitent d'ailleurs pas à faire), réduisant ainsi le coût du financement (voir Section 6). Toutefois, comme nous l'avons indiqué, le régime va changer.

Les indicateurs PBO/IBO présentent un avantage incomparable sur l'ABO : ils anticipent le fardeau que constitue l'arrivée à maturité du régime (situation dans laquelle le fonds compte de nombreux retraités et beaucoup moins de travailleurs) en étalant les coûts sur toute la durée du régime (Frijns et Petersen (1992)). Au Royaume-Uni, la facilité avec laquelle les fonds de secteurs en déclin tels que l'extraction de charbon et les chemins de fer se sont adaptés à la diminution rapide du rapport travailleurs/retraités démontre l'intérêt qu'il y a à utiliser cet indicateur. Plus généralement, la prise en compte des obligations futures, par opposition aux engagements actuels, devrait permettre le lissage du niveau des cotisations à mesure que le fonds gagne en maturité, ce qui est bénéfique pour la stabilité financière de l'instaurateur.

Au Royaume-Uni, si une entreprise initiatrice devient non solvable, le fonds est utilisé pour acheter des annuités pour les affiliés. En cas de financement inférieur au niveau de l'ABO, l'employeur contracte une dette, mais les affiliés ne sont pas prioritaires par rapport aux autres créiteurs. Si la dette n'est pas épongée, les prestations sont alors réduites (dans les limites de la GMP, voir ci-dessous), car il n'y a pas d'assurance-prestations. Historiquement, on n'a pas constaté d'incompatibilité entre l'utilisation d'une règle comptable fondée sur le rendement - et non sur la valeur de marché - et la nécessité d'honorer les obligations en cas de dissolution du fonds, car la PBO a souvent été supérieure à l'ABO, ce qui permettait aux fonds de faire face à d'éventuelles faillites. Toutefois, l'indexation obligatoire (abordée ci-dessous) et la maturation des régimes vont entraîner une augmentation de l'ABO qui pourrait bien mettre le système en péril (Riley (1992b)).

Mais il n'y a pas que des ombres au tableau. En effet, la réforme du régime public, qui a conduit à la création du SERPS en 1978, a imposé aux régimes conventionnés un niveau de financement suffisant pour couvrir la GMP. Si une entreprise fait faillite et que les actifs de la caisse ne suffisent pas à financer la GMP, les affiliés ont la possibilité de racheter des droits au SERPS équivalents à la GMP.

De plus, même si la situation réglementaire reste globalement identique, la législation britannique a récemment subi une multitude de changements qui affectent le financement (voir sections suivantes). Le surfinancement est désormais limité à 5 % de l'obligation projetée, (dans la pratique, la PBO ou l'IBO) - mais les fonds disposent de 5 ans pour éponger leurs excédents. Pour les individus qui quittent prématurément leur employeur, les pensions sont indexées (à hauteur de 5 % d'inflation) jusqu'à la retraite. L'affiliation obligatoire est désormais interdite. L'exonération fiscale des cotisations et des prestations est limitée. La transférabilité des actifs entre régimes a été améliorée et l'âge de la retraite a été uniformisé. Ces nouvelles réglementations sont mal perçues par les instaurateurs. Beaucoup prédisent le déclin des régimes d'employeur, mais peu d'établissements ont clôturé leur régime. En revanche, quelques-uns ont

opté pour un régime à cotisations définies ou ont rendu leur régime à prestations définies moins généreux pour les nouveaux affiliés.

Les conclusions du Goode Committee on UK pension law (Comité Goode sur la législation des pensions au Royaume-Uni), qui a été chargé d'étudier les failles de la réglementation suite au scandale Maxwell (voir ci-dessous) et qui a publié son rapport en 1993, devraient avoir un impact considérable sur la réglementation. Ce comité recommande l'instauration d'un niveau de solvabilité minimum fondé sur l'ABO, ainsi que des contrôles de solvabilité actuariels annuels visant à garantir que les obligations accumulées peuvent être honorées en cas de dissolution. La solvabilité devrait être définie en termes d'aptitude du régime à acheter des annuités pour financer toutes les obligations de pension accumulées. En cas de déficit atteignant 10 % (supposant que le fonds de retraite continue d'exister), le régime serait tenu d'indiquer une solution pour combler ce déficit. Le comité Goode suggère qu'un déficit supérieur à 10 % entraîne automatiquement la dissolution du régime.

Le gouvernement a accepté le principe d'une règle de financement minimum reposant sur la valeur de marché. En conséquence, le Pensions Act de 1995 a instauré une "norme de financement minimum" pour les fonds à prestations définies (Kelly, 1995). Néanmoins, tous les aspects de la proposition Goode n'ont pas été acceptés. Le terme "financement" a notamment été préféré à celui de "solvabilité"³⁰, indiquant que les calculs doivent être faits selon l'hypothèse d'un régime durable, qui peut tabler sur le rendement futur de ses actifs pour s'acquitter de ses obligations, et non pas selon l'hypothèse de la dissolution du régime (auquel cas il faudrait prendre en compte le coût beaucoup plus élevé de l'achat des annuités). La sévérité de la norme de financement devrait varier en fonction de la maturité des fonds. Un niveau de financement de 90 % devra être porté à 100 % en cinq ans, et un déficit inférieur à 90 % devra être comblé en 12 mois (sans entraîner de dissolution automatique). Le Pensions Act influencera également le financement³¹ par le biais de la suppression de la GMP et de son remplacement par une obligation d'indexation (à hauteur de 5 %), laquelle, comme nous l'avons indiqué, entraînera une augmentation de l'ABO. Outre qu'il favorisera le passage à des régimes à cotisations définies, ce changement pourrait sensiblement modifier la composition des actifs des fonds à prestations définies du Royaume-Uni, au profit d'actifs moins instables mais également moins rentables.

Le Pensions Act instaure une réglementation équivalente pour les fonds à cotisations définies, pour garantir le paiement des cotisations. Un échéancier fixant la date du versement et le montant des cotisations salariales et patronales doit impérativement être arrêté. En cas d'accumulation des arriérés, la Occupational Pensions Regulatory Authority est habilitée à prendre des mesures pour que les cotisations soient payées.

4.3 Réglementations concernant la composition des portefeuilles

Plusieurs pays ont adopté une réglementation quantitative concernant la composition des portefeuilles, dans le but déclaré de protéger les bénéficiaires des fonds de pension ou les assureurs des pensions. Cela étant, d'autres motivations telles que le désir d'assurer une demande stable pour les bons du Trésor, ne sont pas absentes de cette décision. La proportion des actifs dont le rendement est relativement instable (actions, biens immobiliers) et des avoirs à l'étranger est souvent plafonnée, même si leur

³⁰ A la demande des actuaires.

³¹ Il existera toujours une forme de pension minimum, basée sur un "régime de référence". Les droits seront acquis au rythme de 1/80e par année de service et le revenu de référence correspondra à 90 % du revenu moyen des trois dernières années de service ouvrant droit à une pension du SERPS.

rendement moyen est relativement élevé. De même, on limite généralement l'auto-investissement, afin de restreindre la concentration du risque en cas d'insolvabilité de l'instaurateur.

Mis à part la limitation de l'auto-investissement, qui est de toute évidence nécessaire pour protéger les fonds en cas de faillite de l'instaurateur, on est droit de se demander si ces réglementations contribuent réellement à protéger les prestations. En effet, contrairement aux compagnies d'assurance, les fonds de pension sont confrontés au risque d'accroissement des engagements en plus du risque d'investissement. Par conséquent, elles doivent compenser l'instabilité par le rendement. De plus, une diversification appropriée des actifs permet d'éliminer le risque caractéristique résultant de la détention d'un seul titre (une action par exemple), et donc de minimiser l'augmentation du risque. Par ailleurs, si les cycles et les marchés nationaux ne sont pas parfaitement corrélés, l'investissement international peut réduire des risques qui, autrement, seraient indiversifiables ou "systématiques". Ces limites peuvent s'avérer particulièrement inappropriées pour les fonds à prestations définies, compte tenu du "tampon" supplémentaire que constitue la promesse de l'entreprise vis-à-vis du travailleur.

En fait, contrairement à plusieurs pays européens (Davis 1996a), le Royaume-Uni n'impose pas de restrictions quantitatives aux portefeuilles des fonds de pension. Ces derniers sont assujettis à la Trust Law, en vertu de laquelle les administrateurs sont tenus d'agir "dans le meilleur intérêt" des bénéficiaires. Sous réserve que les statuts du trust soient correctement structurés, les fonds sont libres de choisir la composition de leur portefeuille, si ce n'est que les auto-investissements sont limités (5 %), de même que la concentration pour les fonds à cotisations définies. On est en droit d'affirmer (Blake 1992) que dans la mesure où des limites sont imposées en matière d'exonération des cotisations et de pensions versées (GMP), le caractère coulant de la réglementation des investissements n'est pas un problème.

En 1984, le procès Megarry, qui faisait suite à un contentieux entre le National Coal Board et la National Union of Mineworkers concernant la stratégie de placement du portefeuille du Mineworkers Pension Fund, a clarifié le cadre juridique régissant les stratégies de gestion des administrateurs. Le syndicat des mineurs voulait vendre les avoirs du fonds détenus à l'étranger ainsi que les actions acquises dans des secteurs énergétiques autres que le charbon (le pétrole par exemple). Leur suggestion n'ayant pas été acceptée, ils ont refusé de cautionner les propositions de placement du gestionnaire du fonds pour 1982. Le juge Megarry a établi que "Lorsque l'objectif du trust est de fournir des prestations financières aux bénéficiaires, comme c'est souvent le cas, les meilleurs intérêts des bénéficiaires sont généralement leurs meilleurs intérêts financiers. Lorsqu'un pouvoir est confié à un mandataire en vue d'un placement, comme dans la situation présente, ce pouvoir doit être exercé de manière à assurer le meilleur rendement aux bénéficiaires, avec prise en compte du risque du placement en question..." Le juge a également explicitement indiqué que dans l'intérêt des bénéficiaires, il était du devoir des administrateurs d'*utiliser toute la gamme des placements autorisés* par les statuts du trust afin d'accroître le rendement des fonds ou de réduire le risque. Bien qu'aucune règle de prudence explicite ne soit en vigueur au Royaume-Uni³², le devoir de prudence des fiduciaires peut être interprété comme un devoir de diversification prudente, les deux notions se prêtant à la même interprétation.

4.4 Propriété des excédents

La propriété des excédents est un problème clé pour les fonds à prestations définies, notamment parce que les entreprises "prédatrices" peuvent chercher à dépouiller les établissements qu'elles rachètent

³² La "règle de prudence", qui est un élément clé des réglementations des fonds de pension de pays tels que les États-Unis, impose aux gestionnaires de fonds d'investir comme un homme prudent le ferait pour son propre compte, en particulier en diversifiant ses investissements de manière appropriée.

des excédents éventuels de leurs fonds de pension, mais aussi parce qu'une entreprise peut être tentée de récupérer ces excédents pour son propre usage. Ce comportement peut être assimilé à une utilisation abusive d'avantages fiscaux ou à la jouissance d'actifs accumulés pour le bénéfice des affiliés (cette dernière interprétation étant plus contestable). Cela étant, si le fonds sert uniquement à nantir la promesse de pension faite par l'entreprise, et si, par ailleurs, l'entreprise est tenue de combler tout déficit, on est en droit d'affirmer que l'excédent devrait lui appartenir. Il faut noter que les règles de financement décrites ci-dessus définissent l'excédent. De plus, ce problème ne concerne que les régimes à prestations définies. En effet, dans les régimes à cotisations définies, il n'y a pas d'excédent à récupérer puisque, par définition, les actifs sont égaux aux engagements.

Au Royaume-Uni, le problème de la propriété des excédents s'est clairement manifesté dans les années 80 : à cette époque, les rendements élevés des marchés financiers ont conduit à un accroissement des actifs tandis que parallèlement, les licenciements massifs entraînaient une diminution des engagements³³. Généralement, l'excédent est considéré comme étant la propriété de l'entreprise instauratrice, qui peut le récupérer à la discrétion des autorités fiscales, soit par restitution directe (moyennant un prélèvement fiscal de 40 %) soit par suspension des cotisations.

Toutefois, les tribunaux ont sérieusement limité la possibilité pour les prédateurs de dépouiller leurs cibles de leurs excédents en clôturant leur régime, soit par "winding-up"³⁴ soit par "spin-off"³⁵. En revanche, aux Etats-Unis, ces pratiques ont largement en cours. Deux procès dirigés contre Hanson PLC, le procès Browne Wilkinson et le procès Millet, ont été particulièrement déterminants. Ils ont permis d'établir deux principes clés : aucun comité de gestion ne peut décider à l'avance qu'il s'opposera à toute proposition future d'augmentation des pensions ; et les régimes de retraite peuvent modifier les statuts du trust pour empêcher toute OPA agressive visant la récupération de l'excédent d'un fonds de pension.

Par ailleurs, le Social Security Act de 1990 stipule qu'en cas de dissolution d'un régime, celui-ci doit assurer l'indexation des pensions à hauteur de 5 % d'inflation, ce qui réduit l'excédent susceptible d'être récupéré. Les arguments relatifs aux employés reçoivent un écho de plus en plus favorable : à savoir, les droits à pension ne sont pas des "cadeaux", mais font partie de la rémunération liée au service. Ce point de vue a récemment été défendu par la Cour Européenne. Plusieurs des jugements qu'elle a rendus suggèrent qu'aux fins de l'égalité de traitement, les pensions doivent être considérées comme un paiement différé (Goode (1992)). La conclusion logique de ce raisonnement - qui n'a pas été adoptée au Royaume-Uni - serait d'interdire jusqu'à la suspension des cotisations et d'inciter les employeurs à beaucoup plus de modération en matière de financement. Enfin, le Pensions Act de 1995 a restreint les possibilités d'amendement des statuts des trusts : les affiliés doivent désormais donner leur consentement avant que leurs droits accumulés ne soient affectés.

³³ La pension d'un travailleur licencié est gelée en termes réels, au lieu d'augmenter en fonction des gains moyens (ce qui se produirait si le travailleur conservait son emploi).

³⁴ Dans le cas du "winding-up", les engagements accumulés sont gelés en termes réels, tandis que les actifs continuent de croître au taux de rendement des marchés financiers, ce qui majore l'excédent d'autant.

³⁵ Tentative de récupération de l'excédent du fond de pension d'une filiale lorsqu'elle est vendue à une autre entreprise.

4.5 *Réglementations concernant l'affiliation*

La notion d'obligation est fondamentale dans le domaine des retraites. Le service des pensions doit-il être obligatoire ou facultatif pour les entreprises ? Dans le second cas, les entreprises peuvent-elle exiger la participation des employés ?

Contrairement à des pays comme la Suisse et la France, le Royaume-Uni n'a pas voulu rendre les régimes complémentaires obligatoires pour les employeurs. Les conséquences de ce choix sont évoquées dans le cadre de la description des caractéristiques structurelles des régimes de retraite (Section 2). Nous pouvons les récapituler ici : la couverture des régimes professionnels se limite à environ 50 %, elle concerne surtout les hommes, les travailleurs syndiqués, les travailleurs à haut revenu, les cols blancs, et le personnel des grandes entreprises (il faut tout de même ajouter que 25 % de la population souscrivent à un plan individuel).

Parmi les arguments favorables au caractère obligatoire figure allègement potentiel qu'il induit pour l'Etat : la couverture de l'ensemble des travailleurs évite qu'ils se tournent vers la sécurité sociale. Du fait qu'ils couvrent également les travailleurs à faible revenu, les régimes obligatoires peuvent avoir un impact plus important sur l'épargne nationale que les régimes facultatifs, qui excluent cette catégorie de personnes (voir Bernheim et Scholz (1992)). Les avantages fiscaux sont mieux répartis, et peuvent être réduits. Les conditions de transférabilité et d'acquisition peuvent être uniformisées, ce qui est favorable à la mobilité de la main-d'oeuvre. Par ailleurs, avec un régime obligatoire, il est plus facile de remédier aux défaillances du marché des annuités. Toutefois, le caractère obligatoire peut nuire à la compétitivité. De plus, les travailleurs à faible revenu - qui n'auraient pas épargné dans d'autres circonstances - sont susceptibles de subir une baisse de leur pouvoir d'achat pendant leur période d'activité. Enfin, au Royaume-Uni, la couverture a fortement augmenté à la faveur du développement des plans individuels.

Depuis 1988, les employeurs ne peuvent plus exiger l'affiliation de leurs employés aux régimes professionnels. A cet égard, la situation du Royaume-Uni est plutôt exceptionnelle. Dans la plupart des autres pays, l'affiliation au niveau de l'entreprise ou du secteur peut être rendue obligatoire, souvent par le biais des conventions collectives passées avec les syndicats. Les arguments invoqués pour justifier la suppression de l'affiliation obligatoire ont trait aux avantages de la liberté de choix. Il est possible de réduire les transferts potentiels entre les travailleurs qui quittent prématurément l'entreprise et ceux qui y ont carrière si les premiers ont la possibilité de sortir du régime dès le départ, directement ou par le biais d'un amendement des statuts, et si l'on adopte des règles visant à réduire les difficultés et coûts de tels transferts. De manière plus générale, cette liberté impose un certain degré de "contestabilité"³⁶ aux entreprises, et garantit qu'elles n'assujettissent pas leurs employés à des réglementations trop pesantes (si tel était le cas, les employés quitteraient le régime). L'existence des plans individuels a rendu ce choix viable, et comme nous l'avons indiqué dans la Section 2, une proportion considérable des individus qui sont habilités à s'affilier à un régime professionnel ne l'ont pas fait.

Malgré l'avantage de la liberté de choix, certains arguments économiques militent en faveur de l'affiliation obligatoire, tout au moins si le cadre réglementaire prévoit des garde-fous suffisants pour tous les affiliés. En effet, si seules les personnes qui ont le plus de chances de vivre longtemps restent affiliées aux régimes professionnels, elles risquent de réduire la diversification des risques, et donc d'augmenter le coût des rentes viagères. De même, si un grand nombre de jeunes travailleurs quittent leur régime, le partage des risques entre les jeunes travailleurs et les travailleurs plus âgés sera déséquilibré. Or, ce partage

³⁶ Les marchés contestables sont des marchés sur lesquels le potentiel d'entrées nouvelles est la garantie d'un comportement compétitif, même si la structure du marché est apparemment non concurrentielle (Baumol (1982)).

entraîne une diminution potentielle du coût de la promesse de pension car il permet aux fonds de détenir un volume d'actions plus important.

4.6 Assurance-prestations

Un certain nombre de pays ont mis en place une assurance publique des prestations, qui vaut en cas d'insolvabilité de l'instaurateur et d'actifs insuffisants dans le fonds de pension. Tout système de garantie, y compris l'assurance-dépôt et l'assurance-prestations, est confronté au problème de l'aléa de moralité : l'assurance crée des structures incitatives qui peuvent encourager des bénéficiaires honnêtes à réaliser des placements excessivement risqués, lesquels, à leur tour, font peser sur l'assureur un risque de déficit important. En d'autres termes, les pertes peuvent résulter non seulement de manoeuvres frauduleuses et de l'incompétence des gestionnaires, mais aussi de la structure des incitations. Il est nécessaire de prévoir des moyens de contrôle du risque (Bodie et Merton (1992)). On pourrait envisager une combinaison appropriée d'instruments de surveillance, de restrictions d'actifs et de primes de garantie basées sur le risque.

Dans le cas des fonds de pension, ces contrôles peuvent consister, dans un premier temps, à *surveiller* la valeur de marché des actifs des fonds de pension, et à les saisir et les liquider s'ils sont inférieurs à un niveau de financement minimum donné. Dans ces conditions, il est essentiel que l'assureur puisse accéder aux actifs, que ces derniers aient une valeur de marché définie, qu'ils soient liquides, et que des normes de détermination du niveau de financement minimum aient été arrêtées. La deuxième approche consiste à restreindre le *choix des actifs* des fonds de pension (via, par exemple, des restrictions de portefeuille ou l'obligation d'immunisation des actifs à hauteur des prestations garanties), afin de limiter le risque pesant sur les actifs qui servent de nantissement pour les prestations promises. La troisième approche consiste à *fixer la prime de garantie en fonction du risque*, lequel dépend de la variation de la valeur du nantissement et de l'intervalle entre les audits (qui permettent aux fonds de modifier leur exposition au risque³⁷).

Au Royaume-Uni, l'absence d'un tel système de garantie pour les régimes d'employeur à prestations définies (sauf à hauteur de la GMP) rend pour l'instant inutile la réglementation des investissements de portefeuille, mais impose un risque plus élevé aux bénéficiaires en cas de fraude (voir l'affaire Maxwell ci-dessous). L'absence d'assurance n'exclut pas que les pouvoirs publics puissent apporter leur aide au cas par cas. Dans ce cas de figure, l'aléa de moralité est d'ailleurs réduit (un parallèle saisissant peut être dressé avec l'opposition assurance-dépôt/prêteur en dernier ressort pour les banques), voir Davis (1993c, 1995b)).

Le comité Goode, précédemment cité, a néanmoins recommandé la création d'un système de garantie destiné à couvrir les pertes résultant exclusivement de pratiques frauduleuses et de détournements de fonds³⁸. Ce système ramènerait les régimes défaillants à un niveau de préfinancement de 90 %. Il serait financé par un prélèvement imposé *ex-post* à tous les régimes professionnels. Cette suggestion a été retenue dans le Pensions Act de 1995. La limitation exclusive aux cas de fraude devrait limiter les problèmes d'aléa de moralité. De plus, l'adoption de règles de financement minimum et de règles comptables fondées sur la valeur de marché et non plus sur le rendement apporteront une protection supplémentaire. Le niveau de préfinancement de 90 % sera calculé sur la même base que la règle de

³⁷ Etant donné la vitesse à laquelle l'exposition au risque des fonds de pension peut se modifier, il faudrait une surveillance non pas régulière mais continue pour éviter cet aléa.

³⁸ Ce système serait appliqué lorsqu'"on peut raisonnablement penser que la réduction (des actifs) est attribuable à un acte ou une omission constituant un délit ".

financement minimum valant pour un régime durable (Section 4.1). Ceci est peut-être un tort, car un régime préfinancé à 90 % sur une base durable (et qui peut donc tabler sur le rendement futur de ses actifs) peut s'avérer incapable d'acheter des annuités beaucoup plus coûteuses couvrant 90 % des obligations.

Les régimes à cotisations définies gérés par les compagnies d'assurance sont couverts par des accords de garantie mutuelle, qui protègent 90 % des placements en cas de faillite de la compagnie d'assurance.

4.7 *Intégration au régime de la sécurité sociale*

Le traitement de la relation entre pensions privées et sécurité sociale pose certains problèmes réglementaires. Il peut être nécessaire d'adopter des règles d'intégration pour s'assurer que les retraités percevront une retraite adéquate même si les modalités du régime public sont modifiées. Par ailleurs, l'intégration doit être mûrement réfléchie pour que les pensions privées génèrent les économies escomptées pour la sécurité sociale.

Au Royaume-Uni, les fonds de pension peuvent se substituer au régime public lié aux gains, mais ne doivent pas tenir compte de la pension publique de base. La substitution au SERPS entraîne une diminution des coûts de sécurité sociale futurs, au prix de l'octroi d'avantages fiscaux pour les fonds de pension. Cette structure assure un taux de remplacement décroissant le long de l'échelle des gains, toutes choses étant égales par ailleurs. Environ la moitié des fonds privés britanniques s'intègrent à la sécurité sociale de cette manière. Ce système peut être perçu comme une forme d'assurance contre tout changement des modalités de la sécurité sociale. Mais par ailleurs, un tel système peut s'avérer extrêmement régressif et offrir des prestations disproportionnées aux personnes touchant des gains élevés.

4.8 *Annuités*

Tous les régimes de retraite préfinancés sont confrontés à une question cruciale : faut-il encourager le versement d'annuités ou de sommes forfaitaires ? Etant donné que les actifs sont disponibles, pourquoi les retraités ne les liquideraient-ils pas immédiatement ? Ce problème est particulièrement aigu au Royaume-Uni, car des sommes forfaitaires d'un montant considérable échappent à l'impôt (jusqu'à 25 % des actifs pour les plans individuels et autres fonds à cotisations définies, et à hauteur d'une somme fixe pour les régimes à prestations définies).

D'un point de vue économique, le versement de sommes forfaitaires présente plusieurs inconvénients : tout d'abord, ces sommes risquent d'être dépensées et non pas utilisées comme pensions ; pour les fonds à cotisations définies, elles exercent un effet négatif sur le coût des annuités, car ceux qui achètent des annuités seront considérés comme des "mauvais" risques ; ces sommes obèrent la protection des survivants ; elles peuvent nécessiter des actifs plus liquides, et donc plus coûteux, et entraîner ainsi une diminution de l'ensemble des prestations. Cela étant, pour les fonds à cotisations définies, l'achat obligatoire d'annuités le jour de la retraite expose le retraité à un risque de marché considérable. Ce risque peut être réduit par le biais d'achats échelonnés (l'achat final peut être différé jusqu'à l'âge de 75 ans) ou d'annuités variables (voir Section 5).

4.9 *Indexation*

La question de l'indexation des pensions sur l'inflation après la retraite (dans les régimes à prestations définies) fait l'objet d'une polémique depuis les années 70, date à laquelle l'inflation a

commencé à augmenter rapidement. Le fait que, dans les années 70, les régimes à prestations définies aient abandonné la notion de traitement moyen au profit de la notion de dernier traitement peut être perçu comme une tentative de corriger les effets de l'inflation avant la retraite (cela étant, cette manoeuvre n'a pas résolu le problème des personnes qui quittent prématurément leur employeur ni celui de l'indexation après la retraite). L'indexation obligatoire est souvent jugée coûteuse et risquée pour l'entreprise. En effet, elle majore sensiblement le niveau des prestations que l'entreprise s'engage contractuellement à servir. Même lorsque l'indexation est simplement coutumière, la situation juridique est dans ce cas fondamentalement différente. En termes de financement, l'indexation augmente sensiblement l'ABO. Sur le plan conceptuel, la liberté d'indexation garantit une forme de partage des risques entre l'employeur et l'employé dans un régime à prestations définies. C'est pourquoi dans la plupart des pays, les décideurs ont généralement évité de rendre l'indexation obligatoire.

Comme nous le verrons dans la Section 5, les données suggèrent qu'au Royaume-Uni, l'indexation est très répandue dans les régimes professionnels, même en l'absence de réglementation. Des règles imposent toutefois que les prestations accumulées par les travailleurs qui quittent prématurément leur emploi soient totalement indexées à hauteur du niveau de la GMP, et que le reste soit indexé à hauteur de 5 % jusqu'à la retraite. Par ailleurs, aux termes du Pension Act de 1995, les pensions seront bientôt indexées sur un taux d'inflation garanti de 5 %. Il devrait en coûter aux régimes environ 165 millions de livres par an. Cette règle vaut pour *tous* les fonds de pension professionnels, à prestations ou à cotisations définies. Dans le dernier cas, seules les prestations accumulées après l'entrée en vigueur de la loi seront concernées. En contrepartie, la GMP sera remplacée par un "Requisite Benefits Test".

Pour l'instant, l'élément des plans individuels qui se substitue au SERPS est indexé à hauteur de 3 %. Au-delà, le retraité peut choisir entre une annuité normale et une annuité indexée.

4.10 Eligibilité et transférabilité

Comme nous l'avons vu dans la Section 2, le principal inconvénient des fonds à prestations définies, à la fois en termes d'équité et d'efficacité économique, est qu'ils pénalisent les travailleurs qui quittent leur entreprise avant l'âge de la retraite, ce qui fait obstacle à la mobilité de la main-d'oeuvre. De toute évidence, le taux de rotation du personnel serait supérieur si cette catégorie d'employés n'était pas ainsi pénalisée. Les femmes sont particulièrement vulnérables car elles changent d'emploi plus fréquemment et restent moins longtemps à un même poste. En l'absence de garde-fous appropriés, certains travailleurs risquent même d'être licenciés par des employeurs sans scrupules juste avant qu'ils aient acquis leurs droits (après avoir cotisé pour les obtenir). Dans la mesure où les fonds à prestations définies continuent de dominer au Royaume-Uni, ces questions retiennent toute l'attention des organes de réglementation.

Compte tenu de l'important recul des "emplois à vie" dans les années 80 et 90, ce problème est de plus en plus épineux. En effet, les départs avant l'âge de la retraite vont se généraliser, et les employés qui feront toute leur carrière dans une même entreprise deviendront des exceptions. Les raisons de ce déclin au Royaume-Uni sont : la gravité de la récession ; le recours de plus en plus fréquent à l'informatique ; la déréglementation du marché du travail, qui rend les licenciements moins coûteux ; le renforcement de la concurrence avec l'avènement du Marché unique européen ; et la suppression des échelons intermédiaires dans la hiérarchie de l'entreprise, qui conduit à des structures plates ou horizontales, voir Dickson *et al.* (1994), Coyle (1993).

Toutefois, il ne faut pas exagérer ces tendances. Selon Burgess et Rees (1994), en 1990, la durée moyenne d'occupation d'un emploi était estimée³⁹ à 18 ans pour les hommes et à 12 ans pour les femmes. Ces chiffres cachent cependant de grandes disparités : environ 30 pour cent des hommes occupent un emploi moins de 5 ans et 24 pour cent plus de 30 ans. Les auteurs ont calculé qu'environ 45 % de la population active pouvait espérer occuper un emploi plus de 20 ans, ce qui signifie que les emplois à vie existent toujours. La durée d'occupation moyenne augmente sensiblement avec l'âge (ce sont les jeunes gens qui occupent un emploi le moins longtemps). En 1990, peu de changements avaient été constatés par rapport à 1972, mis à part un léger déclin de la durée d'occupation moyenne chez les hommes, qui est peut-être en rapport avec les tendances décrites ci-dessus.

On peut considérer que la promotion des plans individuels est liée aux difficultés rencontrées par les personnes qui quittent leur employeur avant l'âge de la retraite. En effet, ces plans ne dépendent d'aucun employeur et échappent au problème de la transférabilité (quoiqu'ils présentent aussi des inconvénients, décrits dans d'autres sections). Les plans individuels peuvent être transférés d'un employeur à l'autre, mais également d'un régime à l'autre. Pour ce faire, les souscripteurs emportent les droits accumulés dans le nouveau régime⁴⁰. Ils ont également la possibilité de laisser leurs fonds s'accumuler dans l'ancien régime au même taux de rendement que les actifs des employés demeurant dans ce régime.

L'éligibilité est importante en soi mais aussi comme garantie de la transférabilité, car l'accumulation de droits est un préalable indispensable à la transférabilité de la pension. Ainsi, les nouveaux employés ont le droit de commencer à accumuler des bénéfices au bout de deux ans. La réduction de la période avant de pouvoir recevoir les bénéfices accumulés, fixée à deux années maximum, garantit l'irrévocabilité des prestations au moment de la retraite. En 1995, la Cour européenne de justice a décrété qu'il était illégal pour un fonds de pension de refuser l'affiliation d'employés à temps partiel, au motif qu'il s'agissait d'une forme de discrimination à l'encontre des femmes. Ce jugement a été antidaté de 21 ans, car un jugement de 1976 était parvenu aux mêmes conclusions mais n'avait pas été pris en compte⁴¹.

Les autorités du Royaume-Uni ont beaucoup œuvré pour la transférabilité des pensions des régimes à prestations définies. Les transferts en espèces au profit d'un autre régime d'employeur, d'un plan individuel, d'une annuité ou du régime public lié aux gains sont désormais autorisés pour les individus qui quittent prématurément leur employeur. La totalité des droits accumulés sont transférables, mais il n'existe pas de traitement normalisé du problème du calcul actuariel de la valeur présente des droits acquis dans les régimes à prestations définies, ce qui laisse une marge de manoeuvre potentiellement excessive à l'actuaire. Dans le cas des régimes fondés sur le dernier traitement, les points accumulés sont totalement indexés (à hauteur du niveau de la GMP), le reste étant indexé à hauteur de 5 % jusqu'à la retraite.

Il est à noter que le problème de la transférabilité ne se pose pas avec les régimes à cotisations définies (même si, dans ces régimes, la question de l'éligibilité reste importante). Par ailleurs, dans les régimes liés au dernier traitement, même lorsque les droits acquis sont complètement indexés sur les prix,

³⁹ Ces chiffres se fondent sur des données mesurées en 1992 (9,5 ans pour les hommes et 6,3 ans pour les femmes), multipliées par la probabilité estimée pour que ces personnes gardent leur emploi.

⁴⁰ Comme nous l'avons noté dans la Section 5, le coût des transactions correspondant à ces transferts est souvent très élevé.

⁴¹ D'après les estimations initiales, les coûts pour les fonds britanniques pourraient s'élever à 7 milliards de livres. Néanmoins, il est peu probable que tous les employés éligibles récupèrent leurs droits depuis 1976 car leurs cotisations seraient elles aussi majorées rétroactivement. Par ailleurs, ce jugement admettait les "justifications objectives du refus d'affiliation d'employés à temps partiel".

l'employé qui quitte son emploi est pénalisé car son traitement réel aurait probablement été plus élevé à la retraite s'il était resté dans l'entreprise. Pour que l'employé ne subisse aucune perte, ses droits doivent être indexés sur le traitement réel. Cela implique que des circuits de transfert assurent la pleine transférabilité en fonction du nombre d'années de service, et non pas sur la base d'un équivalent en espèces. Il existe quelques circuits de ce type dans le secteur public. Ailleurs, l'absence de règles normalisées d'évaluation des engagements constitue un obstacle. D'autre part, les employeurs n'accepteront de participer à ces circuits qu'à condition que le flux des changeurs d'emploi soit bidirectionnel et équilibré.

4.11 Transferts internes

Les difficultés rencontrées par les changeurs d'emploi, qui subventionnent implicitement les travailleurs qui restent dans la même entreprise jusqu'à la retraite, ne sont pas le seul exemple de transferts internes potentiellement inéquitables au sein des fonds à prestations définies. Les règles complexes qui régissent les régimes à cotisations définies rendent la compréhension de ces problèmes difficile pour les affiliés. Comme le note Riley (1992a), au Royaume-Uni, la structure de la plupart des régimes à prestations définies (ceux qui se fondent sur le dernier traitement), incite les dirigeants à s'octroyer d'importantes augmentations de salaire lors de leur dernière année de service, ce qui pénalise les employés qui se sont vu imposer un départ en retraite anticipé (en raison du coût induit pour le fonds de pension), les personnes qui ont quitté l'entreprise et les travailleurs dont les gains réels culminent généralement à mi-carrière (travailleurs manuels par exemple).

De manière plus générale, si les taux de cotisation se fondent sur l'augmentation moyenne escomptée des traitements de la population active, les cotisations des employés dont le traitement augmente plus vite que la moyenne risquent de s'avérer insuffisantes par rapport aux coûts, et celles des employés dont le traitement augmente lentement excessives. Outre ces transferts directs entre employés, les déficits sont souvent compensés par des taux de cotisations patronales extrêmement inégaux. Dilnot *et al.* (1994) suggèrent que dans de nombreuses entreprises britanniques, les taux de cotisation sont de 10-20 % pour le gros du personnel, de 30 % pour les cadres supérieurs, et de 50 % pour les dirigeants⁴².

Enfin, sachant que dans un régime à prestations définies, le rythme d'accumulation des prestations augmente généralement en fin de carrière (phénomène de "backloading"), les entreprises sont fortement incitées à mettre leurs employés en retraite anticipée, ce qui n'est pas forcément efficient économiquement. Ça l'est encore moins lorsque les syndicats obligent les entreprises à traiter les travailleurs collectivement et non pas individuellement - c'est-à-dire sans prendre en compte la productivité individuelle - et donc à proposer une retraite anticipée au groupe sur la base de sa productivité moyenne. Même si les entreprises peuvent voir dans la retraite anticipée un moyen idéal pour comprimer la main-d'oeuvre, cette méthode risque de déséquilibrer le fonds de pension, particulièrement si ces retraités perçoivent une somme supérieure à ce qui est juste actuariellement, à titre d'incitation.

4.12 Age de la retraite

En vertu des réglementations fiscales, un individu peut commencer à percevoir une retraite entre 50 et 75 ans. Traditionnellement, l'âge normal de la retraite a eu tendance à suivre l'âge de référence du régime public - 60 ans pour les femmes et 65 ans pour les hommes (à partir de 2020, l'âge de la retraite sera de 65 ans pour les deux sexes). Depuis le jugement Barber, rendu par la Cour européenne en 1990, les

⁴² Il est à noter que les cotisations supérieures à 17,5 % du traitement ne sont pas exonérées d'impôt.

conditions d'application des Directives de la CE sur l'égalité de traitement ont été clarifiées⁴³. Les fonds de pension professionnels du Royaume-Uni ont été obligés d'uniformiser l'âge de la retraite et les droits à pension⁴⁴ des hommes et des femmes pour tous les droits accumulés depuis 1990. Le coût de cette uniformisation s'est élevé à 2 milliards de livres. Néanmoins, on estime que ces coûts ont été réduits suite à un nouveau jugement rendu par la Cour européenne en 1994 pour éclaircir la situation. La Cour a en effet permis aux employeurs de rendre les conditions dont bénéficiaient leurs employés moins favorables, en alignant leur âge de retraite sur celui des hommes, à savoir 65 ans.

4.13 *Administrateurs*

Nous avons noté dans la Section 2 que les fonds de pension professionnels étaient régis par la Trust Law, conçue initialement pour garantir que les polices d'assurance sur la vie réservées aux veuves et aux orphelins étaient correctement gérées. Les administrateurs ont le devoir fiduciaire de gérer des actifs pour le compte d'affiliés (fonction de dépositaire), d'agir en toute impartialité, de tenir une comptabilité, de vérifier le financement du fonds et de consulter des experts si nécessaire. En vertu du droit coutumier, ils doivent "agir dans les meilleurs intérêts des bénéficiaires". Le laxisme des règles de financement impose aux administrateurs une lourde responsabilité, puisqu'ils doivent insister auprès des employeurs pour que le régime soit préfinancé. Dans cette tâche, ils sont beaucoup aidés par les actuaires, qui vérifient le niveau de financement tous les trois ans.

Le manque d'indépendance des administrateurs vis-à-vis des employeurs est considéré comme problématique. Il peut se manifester par de multiples biais, car les employeurs sont bénéficiaires du trust au même titre que les employés et les retraités⁴⁵ (Noble (1992)). Comme nous le verrons plus loin, ce manque d'autonomie est l'une des causes de l'affaire Maxwell (Maxwell a pu persuader les administrateurs de consentir à des auto-investissements imprudents mais légaux). Par ailleurs, le manque d'indépendance peut conduire les administrateurs à consentir trop facilement à une suspension des cotisations à des fins d'élimination d'excédent, etc. Une solution consisterait à nommer davantage d'administrateurs parmi les employés. En fait, 67 % des affiliés de régimes de retraite privés font déjà partie de régimes où certains administrateurs sont élus (ils représentent environ 30 % des régimes privés comptant plus de 11 affiliés). Le Comité Goode, qui considère que la Trust Law demeure une base raisonnable pour régir les fonds de pension du Royaume-Uni, a recommandé qu'un tiers des administrateurs soient élus dans les fonds à prestations définies, et deux tiers dans les fonds à cotisations définies. Cette recommandation a été adoptée

⁴³ Le jugement Barber n'a pas été un événement unique et soudain, mais plutôt la conclusion d'une série de Directives, de Lois et de Jugements. En décembre 1978, la Directive sur l'égalité de traitement imposait "la mise en oeuvre progressive du principe de l'égalité de traitement entre hommes et femmes en matière de sécurité sociale". En 1984, une nouvelle directive stipulait "l'absence de toute discrimination fondée sur le sexe, soit directement, soit indirectement". En février 1986, la Cour européenne de justice a établi que l'âge obligatoire de la retraite devait être le même pour les hommes et les femmes, et que les femmes du secteur public pouvaient porter plainte pour licenciement abusif au titre de la Directive sur l'égalité de traitement. Au Royaume-Uni, cette décision a été intégrée au Sex Discrimination Act de 1986, entré en vigueur en 1987 : celui-ci obligeait les fonds de pension des secteurs public et privé à appliquer le même âge de la retraite pour les deux sexes, mais les employeurs étaient libres de fixer cet âge. Le jugement Barber précise que les pensions constituent une forme de rémunération aux termes de l'Article 119 du Traité de Rome, qui interdit la discrimination entre hommes et femmes fondée sur le sexe.

⁴⁴ Notons cependant qu'une inégalité implicite demeure car l'espérance de vie des femmes est supérieure à celle des hommes.

⁴⁵ Car ils récupèrent les actifs en cas de dissolution.

dans le Pensions Act de 1995. Les régimes comptant plus de 100 affiliés doivent avoir au minimum deux administrateurs choisis parmi les employés, et les régimes de moins de 100 affiliés au moins un⁴⁶.

En marge de ces problèmes, des conflits d'intérêts peuvent opposer les affiliés d'un régime et les employeurs, ou les retraités et les actifs. Pour les administrateurs, la solution n'est pas toujours aisée. Par exemple, lorsqu'un régime arrivé à maturité est sous-financé, les retraités peuvent avoir intérêt à ce que le régime soit dissous (puisque l'ABO satisfait leurs besoins), tandis que les employés préféreront peut-être prendre le risque d'attendre, en espérant que l'employeur puisse combler le déficit ultérieurement. Le problème des inégalités résultant d'une dissolution a été résolu par le Pensions Act de 1995 : celui-ci propose que les régimes dont les actifs ne suffisent pas à payer toutes les prestations dues limitent l'indexation pour les retraités existants, jusqu'à ce que le niveau des actifs permette de couvrir les promesses de pension de base vis-à-vis des affiliés qui toucheront des prestations différées.

Le Pensions Act de 1995 a également clarifié certaines des responsabilités des administrateurs. Ceux-ci seront tenus de vérifier que les limites d'auto-investissement sont respectées, de consigner par écrit les principes d'investissement à l'attention des gestionnaires de fonds, et de désigner commissaires aux comptes et actuaires. Certains manquements pourront conduire à des amendes. Dans ce cas, les administrateurs ne pourront pas se rembourser sur les actifs du fonds. Aucune personne reconnue coupable de malhonnêteté ou de tromperie, ayant fait faillite, ou ayant été révoquée en tant que directeur ne pourra exercer la fonction d'administrateur. Les actuaires et commissaires aux comptes d'un régime ne pourront en être les administrateurs.

4.14 Utilisation frauduleuse

Suite à l'affaire Maxwell, la question de la protection des pensions contre les pratiques frauduleuses a pris une importance capitale au Royaume-Uni⁴⁷. Un volume important d'actifs appartenant au fonds de pension des entreprises de M. Maxwell a été prêté à des sociétés privées lui appartenant également contre une garantie minimale, ou a été directement investi dans ces entreprises. Lorsque ces entreprises sont devenues non solvables, avec des engagements d'un milliard de livres, les actifs n'ont pu être récupérés⁴⁸. Néanmoins, comme le note Daykin (1996), les pensions ont continué d'être servies, et même les droits accumulés devraient être préservés (l'ampleur des pertes ne doit donc pas être exagérée).

Dans le cas Maxwell, le problème de l'organisation est manifeste car l'opération impliquait à la fois une manœuvre frauduleuse, dissimulée par le gestionnaire du fonds ou le conservateur, tous deux contrôlés par Maxwell, aux administrateurs du fonds, et une part d'auto-investissement autorisé, mené au su des administrateurs (conciliants), parmi lesquels figuraient Maxwell lui-même et ses deux fils. En d'autres termes, cette affaire a partiellement révélé l'inadéquation des dispositions juridiques, ainsi que la vulnérabilité des fonds de pension face à la fraude. De plus, elle a suscité quelques doutes quant à l'efficacité de la Trust Law au Royaume-Uni, car les moyens de réparation légale - actions civiles que peuvent intenter les affiliés contre les administrateurs une fois que le mal est fait - ont été jugées inappropriées. Ce problème est dû en grande partie au fait que les affiliés ne peuvent se référer à aucune

⁴⁶ Les employeurs ne sont pas tenus d'appliquer cette disposition si les employés sont consultés et donnent leur accord.

⁴⁷ Pour un commentaire plus détaillé, voir Blake (1992, 1994a)

⁴⁸ Les autres fonds de pension qui avaient des parts dans Maxwell Communications Corp. ont enregistré des pertes d'un montant total de 200 millions de livres, mais comme leur portefeuille était vaste et diversifié, l'importance relative de ces pertes a été moindre.

norme prudentielle pour contrôler le fonds et les administrateurs (il n'existe de surcroît aucun organe réglementaire qui s'en charge pour eux) et que l'interprétation des données sur la mesure des performances est malaisée. Par ailleurs, à ce jour, lorsque les administrateurs sont poursuivis pour manquement à leur devoir judiciaire (mais pas pour vol ou fraude), on fait généralement jouer une clause d'indemnisation. C'est alors à l'entreprise instauratrice de régler le problème - mais elle peut être insolvable. Comme nous l'avons indiqué, le Pensions Act de 1995 prévoit des amendes pouvant atteindre 5 000 livres pour les administrateurs qui ne respectent pas les règles fiduciaires, avec mise à pied éventuelle.

L'affaire Maxwell a également mis en évidence d'autres problèmes : le pouvoir excessif dont jouissent les dirigeants des entreprises lorsqu'aucun administrateur (extérieur à l'entreprise) représentant les investisseurs ne contrôle leur action ; l'incapacité des comptables à entrevoir les difficultés à l'avance ; et les conflits d'intérêt résultant du cumul des fonctions de commissaire aux comptes et de conseiller financier.

En réaction à l'affaire Maxwell, il a été décidé d'introduire progressivement une limite d'auto-investissement de 5 %. En vertu du Pensions Act de 1995, les administrateurs seront tenus de vérifier le respect de ces limites (ainsi que des limites applicables aux prêts consentis aux employeurs). Parmi les autres initiatives proposées pour éviter la répétition d'une telle affaire figurent les règles de financement minimum, l'augmentation du nombre d'employés parmi les administrateurs et l'adoption d'un système de garantie. Des mesures supplémentaires pourraient être envisagées : indépendance des conservateurs⁴⁹, limitation de l'influence des employeurs sur les administrateurs, amélioration de la qualité et indépendance des informations actuarielles pour les administrateurs, et application d'un niveau minimum de financement plus rigoureux et contrôlé plus fréquemment.

4.15 Information

La possibilité pour les affiliés d'accéder à des informations normalisées est un complément indispensable de la réglementation (mais certes rarement un substitut). Dans les régimes à prestations définies, il est indispensable que les affiliés aient connaissance des réglementations concernant l'acquisition et la transférabilité des droits ainsi que du niveau de financement du fonds, pour qu'ils puissent se faire une idée approximative de ce que vaut la rétribution totale de leur travail. Pour les souscripteurs de plans individuels et les affiliés des régimes à cotisations définies, de telles informations revêtent une importance plus cruciale encore, car leurs pensions dépendent directement des performances du portefeuille. Les affiliés doivent pouvoir juger si les cotisations sont adéquates, si les gestionnaires du fonds s'acquittent correctement de leur mission et si les instruments de placement choisis ne sont pas trop risqués. Cette évaluation serait facilitée par la création d'une base de données répertoriant les performances comparatives des fonds accessible au public.

Aux termes de la Pension Schemes Regulation de 1986, les administrateurs sont tenus de communiquer les statuts et le règlement du trust à ses affiliés, aux affiliés potentiels, aux personnes à charge et aux syndicats qui émettent le souhait de les consulter. Les nouveaux affiliés doivent recevoir une notice d'information dans les 13 semaines suivant leur affiliation, et les affiliés partant en retraite doivent être avisés des choix qui s'offrent à eux.

Le rapport annuel doit être transmis gratuitement aux affiliés de tous les régimes professionnels. Il doit contenir des informations telles que le nom des administrateurs, des actuaires et des gestionnaires

⁴⁹ Les services de conservation incluent la surveillance des coffres, les règlements, le traitement des affaires fiscales, la perception des dividendes, les questions juridiques et les prêts sur titres.

du fonds, le nombre de bénéficiaires, le montant des cotisations et de l'augmentation des prestations au profit des retraités actuels, la répartition des actifs en 13 catégories, et le niveau de solvabilité. Il doit être accompagné d'un certificat actuariel indiquant le niveau de viabilité financière du régime⁵⁰ en pourcentage. Par ailleurs, le rapport doit présenter le résultat des mesures des performances des gestionnaires du fonds et détailler la rémunération de ces derniers. Un rapport d'évaluation plus précis, indiquant la viabilité à long terme, doit être réalisé tous les trois ans.

L'affaire Maxwell a montré combien ces informations étaient vitales. Cela étant, dans cette affaire, les comptes publiés ne dissimulaient pas le niveau d'auto-investissement des fonds de pension. Le problème, pour les affiliés, est qu'ils ignoraient les dangers associés à un niveau aussi élevé, ainsi que la difficulté d'obtenir réparation légalement. Cette ignorance imparfaite transparaît également au travers d'une enquête menée en 1987 auprès de 1 000 employés de 27 entreprises, dont Blake (1992) rapporte les résultats : 80 % des employés n'avaient jamais lu aucune information sur leurs pensions, 30 % ignoraient à combien s'élèverait leur retraite, et 20 % ne savaient pas combien ils versaient en cotisations. Par ailleurs, l'influence des affiliés varie énormément. Dans les fonds à prestations définies des entreprises qui comptent une importante main-d'oeuvre syndiquée, les affiliés jouissent d'un pouvoir d'opposition considérable. Ce n'est pas le cas pour les affiliés des fonds à cotisations définies et *a fortiori*, les souscripteurs de plans individuels.

L'information est un réel problème pour les contractants de plans individuels. En effet, il leur est difficile ou coûteux d'obtenir des informations suffisantes sur la qualité du service en question. Or, en concluant de tels contrats, ils s'engagent à investir une proportion considérable de leurs biens, et les contrats ont souvent un caractère irrévocable et impliquent un engagement à long terme. En conséquence, dès le départ, le Financial Services Act de 1986 a établi des règles très strictes pour protéger les investisseurs. Pour les pensions comme pour les autres types de placement, cette loi imposait aux vendeurs de fournir une présentation détaillée du produit, de donner les conseils les mieux adaptés à la situation de l'intéressé et de lui accorder un délai de réflexion. De plus, aux termes de cette loi, toutes les entreprises proposant ce type de produit devaient se faire enregistrer auprès d'un organisme auto-réglementaire ou du Securities and Investment Board (SIB).

Les imperfections de ces règles sont apparues au grand jour en 1993 lorsque, précisément dans le cadre des interrogations théoriques, l'organe britannique de contrôle des activités boursières, le SIB, s'est aperçu qu'au cours des cinq années précédentes, plus de 500 000 personnes avaient été mal conseillées par des courtiers d'assurance et avaient, à tort, quitté leur régime d'employeur. Les montants transférés s'élevaient à 7 milliards de livres. Les courtiers, qui sont rémunérés à la commission et touchent une somme considérable pour chaque contrat de pension vendu, n'avaient pas toujours donné, loin s'en faut, les "conseils les mieux adaptés" (Smith (1993), Blake (1995)⁵¹).

Le SIB estime que ces personnes doivent être complètement indemnisées, ce qui pourrait coûter plus de 3 milliards de livres aux compagnies d'assurance. A la suite de ce scandale, de nouvelles règles ont été adoptées par le SIB concernant les transferts depuis les fonds professionnels. Les courtiers doivent expliquer par écrit en quoi le transfert est le "conseil le mieux adapté". Les projections concernant le rendement des fonds professionnels et des plans individuels doivent être basées sur les mêmes hypothèses.

⁵⁰ C'est-à-dire dans quelle mesure les actifs sont suffisants pour honorer les obligations.

⁵¹ Blake (1995) cite le cas d'un mineur qui a acheté un plan individuel en 1989 et a pris sa retraite en 1994 à l'âge de 60 ans. Il a touché une pension de 734 livres par an et une somme forfaitaire de 2 576 livres. S'il était resté affilié au Fonds de pension des mineurs, il aurait perçu une pension de 1 791 livres par an et une somme forfaitaire de 5 125 livres.

Tous les calculs doivent être effectués au moyen d'une analyse informatique de la valeur de transfert, qui renforce l'objectivité de l'évaluation. Seules les personnes spécialement formées peuvent exercer cette activité. Et tous les conseils donnés par un courtier doivent être avalisés par une autre personne de la compagnie d'assurance. Suite à l'adoption de ces règles plus strictes, mais aussi au discrédit qui a frappé les compagnies d'assurance, les ventes de plans individuels ont beaucoup diminué. Au moment où ce document est rédigé, le marché ne s'est toujours pas rétabli.

De même, l'Etat impose des règles de plus en plus draconiennes concernant la transparence des commissions. Depuis 1990, les prestataires doivent déclarer leurs valeurs de rachat pour les cinq premières années ainsi que les commissions perçues par les courtiers, en proportion des cotisations. Depuis 1995, les commissions doivent être déclarées en montant absolu, et des informations complètes doivent être fournies sur le coût des résiliations prématurées de police.

Au vu des données du Department of Social Security sur la répartition démographique détaillée des souscripteurs de plans individuels pour 1991-2 (publiées en 1994), de telles informations sont réellement nécessaires. Comme le note Cohen (1994), les données montrent qu'un grand nombre des 5 millions de souscripteurs répertoriés en 1991-2 avaient été mal conseillés. Figuraient parmi eux un million de femmes qui gagnaient trop peu pour profiter des avantages fiscaux induits par le retrait du SERPS, et de nombreuses personnes de plus de 45 ans, qui auraient gagné à rester affiliées au SERPS. 18 % des plans individuels avaient été vendus à des personnes qui ne touchaient aucun revenu, et 7 % à des personnes qui touchaient un revenu trop faible pour payer des cotisations au titre de la National Insurance. Le SIB a annoncé une enquête approfondie sur les plans individuels où la cotisation se limite à la réduction de base ("rebate-only").

4.16 Structures réglementaires

L'efficacité des réglementations des fonds de pension dépend des structures et des procédures réglementaires et de leurs liens avec la structure organisationnelle, lesquels, au Royaume-Uni, sont peu pratiques (au moment de la rédaction de ce document). La réglementation statutaire des fonds de pension relève de différents organes, à savoir le Occupational Pensions Board, qui agit pour le compte du Department of Social Security, et le Pension Schemes Office, qui représente le Inland Revenue. Par ailleurs, en vertu du Financial Services Act de 1986, les organes de réglementation de la gestion des investissements supervisent les compagnies d'assurance et autres institutions financières proposant des pensions, les gestionnaires de fonds et les conseillers spécialisés dans les retraites. Les autorités fiscales sont chargées d'éviter le surfinancement, tandis que le Pension Board vérifie trois fois par an que les actifs sont suffisants pour payer la pension minimum garantie par l'Etat (GMP). Il vérifie également que les fonds remplissent les conditions de conventionnement, contrôle la réévaluation et la préservation des droits des personnes qui quittent prématurément leur employeur, etc.

Le Pensions Act de 1995, qui fait suite à la publication du rapport Goode, centralisera en partie les réglementations. Un organisme de sept membres va être mis en place, la Occupational Pensions Regulation Authority. Les membres seront nommés par le gouvernement, mais l'un d'eux au moins sera proposé par les compagnies d'assurance-vie, un autre par les représentants des employeurs, un par les syndicats, et un par les professionnels du secteur des pensions. Les deux derniers membres seront des experts en pensions. Cet organisme sera habilité à nommer et à révoquer les administrateurs, à définir des peines au civil, à dissoudre les régimes, à imposer des amendes aux employeurs et aux administrateurs, et à ordonner la restitution des fonds. Il pourra réclamer des documents aux conseillers, aux administrateurs et aux instaurateurs et visiter leurs locaux. A compter de sa création en 1997, il devrait disposer d'un personnel de 200 personnes, rémunérées par le biais d'une taxe sur les fonds de pension. Cependant, les

aspects fiscaux continueront d'être traités séparément. Par ailleurs, cet organisme de réglementation devra se fier aux "coups de sifflet" des conseillers professionnels et des affiliés pour découvrir d'éventuels manquements. Ce point affaiblit (pour des raisons de coût) la suggestion du Comité Goode, en vertu de laquelle l'organisme de réglementation doit examiner régulièrement les états financiers des régimes.

S'agissant des plaintes isolées d'affiliés contre les fonds de pension, un médiateur indiquera aux plaignants des moyens de réparation. Ce médiateur existait déjà avant la promulgation de la loi susmentionnée, mais il disposera désormais de pouvoirs accrus pour enquêter sur les plaintes déposées pour inégalité de traitement et régler les contentieux.

5 Performances - prestations, cotisations et coûts

Les caractéristiques structurelles et les dispositions réglementaires mentionnées ci-dessus conditionnent en partie les performances globales des fonds de pension préfinancés privés dans le domaine du service de pensions, qui est leur fonction première. Dans cette section, nous décrivons les prestations servies par les régimes privés britanniques, les cotisations et les coûts administratifs. La section suivante est consacrée à la composition des portefeuilles et à leur rendement, ainsi qu'aux questions de gestion des fonds.

5.1 Prestations

Parmi les régimes de retraite professionnels, les régimes à prestations définies liés au dernier traitement couvrent l'ensemble des bénéficiaires du secteur public et la majorité (86 %) des bénéficiaires du secteur privé. 14 % des bénéficiaires du secteur privé sont affiliés à un régime à cotisations définies, et les 1 % restants sont affiliés à un régime à prestations définies qui offre des pensions liées au traitement moyen ou une somme forfaitaire (Tableau 2.4). En marge des pensions, il est possible de percevoir à la retraite une somme forfaitaire représentant au maximum 150 % du dernier traitement pour les fonds à prestations définies.

Dans les fonds à prestations définies, le taux d'acquisition est généralement de 1/80e du dernier traitement par année de service dans le secteur public, et de 1/60e dans le secteur privé. Après 40 années de service, le taux de remplacement est donc en général de 50-66 %. La différence du rythme d'acquisition entre les secteurs public et privé peut être perçue comme une forme de compensation approximative, étant entendu que les régimes du secteur privé ne pratiquent pas l'indexation garantie, à l'inverse des régimes du secteur public (voir ci-dessous), et que les sommes forfaitaires exonérées d'impôt sont souvent déduites des droits à pension dans le secteur privé, et rajoutées dans le secteur public (elles équivalent à trois années de pension).

Pour calculer le dernier traitement, tous les régimes à prestations définies du secteur public et 2/3 des régimes du secteur privé utilisent le traitement perçu lors de la dernière année d'activité. Dans le secteur privé, 1,6 million membres font partie de régimes qui prennent en compte le salaire moyen des trois dernières années (ou plus) avant la retraite, ce qui peut être désavantageux en période d'inflation. Un million d'individus sont affiliés à des régimes qui leur permettent de choisir, par exemple, les trois meilleures années parmi les 10 dernières années d'activité, corrigées de l'inflation. Ce mode de calcul peut être avantageux pour les travailleurs manuels, dont les gains atteignent leur niveau maximum plus tôt durant leur carrière.

0,1 million d'affiliés font partie de régimes à cotisations définies qui s'engagent à servir une pension minimum (généralement la GMP) même si les cotisations de l'individu sont insuffisantes. Les

fonds à "droits protégés" et les pensions individuelles minimum se basent uniquement sur la réduction de cotisation liée à l'exemption du SERPS, comme nous l'avons noté dans les Sections 1 et 2. Ces fonds doivent permettre de servir une pension indexée sur un taux d'inflation d'au moins 3 %, et une prestation équivalant à une demi-pension à la veuve. La fraction dépassant la cotisation minimum peut être employée plus librement.

Depuis 1978, les fonds professionnels à cotisations définies et les plans individuels permettent généralement aux affiliés d'acheter une annuité au prestataire de leur choix, et sous toute forme (à un taux forfaitaire ou indexé, et avec ou sans protection du conjoint). En fait, l'individu est confronté à une multitude d'options qui, comme nous l'avons déjà vu, exercent une influence déterminante sur le revenu des retraités. Tout d'abord, il doit choisir la durée ou le terme de l'annuité. Ce sont les annuités "single life" - qui cessent d'être versées après le décès de l'affilié - qui rapportent le revenu le plus élevé. Il est possible de se protéger contre l'éventualité d'un décès prématuré (en contrepartie d'une annuité moins élevée) en achetant une annuité "joint life", payée jusqu'au décès des deux époux, ou une annuité temporaire payée durant une période déterminée, que l'individu décède ou non. L'annuité "capital protection" prévoit la restitution des fonds en souffrance lors du décès du contractant. En deuxième lieu, le bénéficiaire doit choisir le type d'annuité. Les "level annuities" donnent droit à une somme nominale forfaitaire pendant toute la durée de perception de l'annuité. Les "index-linked annuities" augmentent avec l'inflation. Les "with profits annuities" augmentent en fonction d'un taux de prime annuel présumé de 3,5-6,5 %. Les "unit-linked annuities" fluctuent en fonction du prix des unités de capital. Et les "escalating annuities" augmentent à un rythme fixe, de 5 % par exemple. Le Table 5.1 donne une indication du revenu relatif qu'offrent ces différentes annuités. Notons que le revenu réel d'une "level annuity" dépend lui-même du rendement présent des bons du Trésor, duquel il faut déduire les frais facturés par la compagnie d'assurance, et du coût de toutes les variantes sus-mentionnées. Bien entendu, les différentes annuités ne sont pas exposées aux mêmes risques. L'inflation est le principal ennemi des "level annuities", et les krachs boursiers nuisent aux annuités "unit-linked" et "with profits". Il est possible de se couvrir en panachant les annuités. Il est également possible d'échelonner le paiement dans le temps, de sorte que le fonds de pension soit converti en annuités progressivement. Cette progressivité limite le risque pour un individu de prendre sa retraite au moment où, en raison du faible rendement des bons du Trésor, les taux des annuités sont bas. Elle permet également de maximiser les actifs qui restent aux mains du trust. Le troisième choix porte sur la fréquence et l'échelonnement des paiements annuels. Moins les paiements sont fréquents et plus ils interviennent tardivement, plus l'annuité est élevée.

En ce qui concerne l'indexation pratiquée par les fonds professionnels, la grande majorité des fonds à prestations définies du Royaume-Uni augmentent les pensions chaque année (Tableau 5.2). Presque tous les affiliés des régimes du secteur public (à prestations définies) bénéficient d'une indexation garantie. C'est moins souvent le cas dans les fonds à prestations définies du secteur privé. Toutefois, dans ce secteur, les régimes sont de plus en plus nombreux à offrir une indexation plafonnée. Tandis que 20 % seulement des retraités affiliés à un régime privé bénéficiaient d'une indexation garantie limitée en 1979, ils étaient 80 % en 1991. De fait, en 1987 et 1988, les fonds de pension à prestations définies du secteur privé ont augmenté les pensions au-delà de la fraction de la GMP⁵² à peu près au taux de l'inflation (qui s'est élevé à 4,2 % et 4,6 % respectivement). Mais en 1989 et 1990, lorsque l'inflation a atteint 8,3 % et 9,8 %, les pensions servies par ces fonds n'ont augmenté que de 5,9 % et 7,1 %. Toutefois, certains prestataires ont affirmé avoir accordé ponctuellement une forte augmentation pour compenser ces écarts. De plus, les chiffres moyens cachent des situations très diverses. 14 % des retraités affiliés à un régime du secteur privé ont bénéficié d'une indexation complète, et 36 % ont bénéficié d'une indexation limitée à

⁵² La pension équivalente à la GMP est complètement indexée, en partie par le régime et en partie par l'Etat.

5 %. Des chiffres à peu près similaires devraient s'appliquer aux travailleurs qui toucheront des pensions différées.

Le Pensions Act de 1995 rend obligatoire l'indexation des prestations à 5 % (l'indexation des prestations accumulées l'est déjà). Mais comme nous l'avons indiqué ci-dessus, tous les bénéficiaires du secteur public et une majorité des bénéficiaires du secteur privé profitent déjà de l'"indexation limitée sur les prix". Comme nous l'avons vu, le problème de l'indexation discrétionnaire ne se pose pas pour les fonds à cotisations définies et les plans individuels.

Pratiquement tous les régimes professionnels prévoient le versement anticipé d'une pension de retraite aux personnes souffrant de problèmes de santé, mais selon des modalités très différentes. Pour les fonds du secteur privé à prestations définies, 40 % des travailleurs couverts peuvent prétendre à une pension identique à celle qu'ils percevraient à la retraite, tandis que 16 % ne toucheraient pas de pension supérieure au montant auquel donnent droit leurs cotisations. Pour la moitié de ces derniers, la pension serait même réduite encore davantage, au motif de son versement avant l'âge normal de la retraite. Les autres régimes privés à prestations définies et tous les régimes publics à prestations définies majorent la durée de service de manière à offrir une pension comprise entre ces deux cas de figure extrêmes.

Dans les régimes professionnels à cotisations définies, la solution consiste généralement à verser une pension calculée uniquement sur la base des cotisations payées. Seule une minorité de fonds proposent une pension supérieure. Toutefois, certains employés (0,2 million d'affiliés à un régime à cotisations définies et 0,8 million d'affiliés à un régime à prestations définies) peuvent toucher un revenu supplémentaire provenant d'une assurance-maladie permanente jusqu'à la retraite. Les affiliés qui bénéficient uniquement de "droits protégés" et prennent leur retraite plus tôt que prévu pour cause de maladie risquent de se retrouver dans une situation difficile, car leurs cotisations ne peuvent être utilisées pour acheter des prestations qu'à partir de 60 ans. Les prestataires de plans individuels appliquent à peu près les mêmes règles, mais leur générosité est très variable. Selon Blake (1995), certaines compagnies appliquent aux fonds accumulés suite à quinze années de cotisations le même traitement qu'aux fonds arrivés à terme. D'autres facturent jusqu'à 30 % pour couvrir l'accumulation des coûts en début de carrière ("front loading").

Les départs en retraite anticipés pour raisons non médicales sont un cas prévu par la plupart des fonds privés à prestations définies. Au-delà d'un certain âge, par exemple 50 ans, ou pendant une certaine période, par exemple cinq ans, une pension peut être versée immédiatement aux bénéficiaires qui n'ont pas atteint l'âge normal de la retraite. Ces dispositions sont quasiment absentes dans le secteur public. Pour les personnes qui repoussent leur départ en retraite au-delà de l'âge normal, les paiements sont retenus jusqu'au départ effectif en retraite et la pension touchée est alors majorée. Dans le secteur public (où l'accumulation se fait au rythme de 1/80e), les cotisations continuent généralement d'être versées, tandis que dans le secteur privé et les entreprises publiques (où les droits sont généralement accumulés au rythme de 1/60e), elles sont interrompues.

Dans le cas des plans individuels et des fonds à cotisations définies, les pensions versées après un départ en retraite anticipé dépendent largement du montant des cotisations payées et du rendement des investissements. Compte tenu du fonctionnement des intérêts composés, les pensions anticipées peuvent être nettement inférieures aux pensions versées aux travailleurs qui prennent leur retraite à 65 ans. Par ailleurs, les souscripteurs de plans individuels doivent généralement mentionner une date de départ en retraite au moment où le fonds est ouvert, qui correspond à la date d'arrivée à maturité de la police d'assurance sur la vie. Dans ces conditions, un départ en retraite anticipé est perçu comme une résiliation

de la police, ce qui peut entraîner une diminution substantielle du rendement (voir chapitre sur les coûts ci-dessous)⁵³.

Pour les fonds à prestations définies, les prestations versées en cas de décès en activité et après la retraite consistent souvent en une somme forfaitaire allant jusqu'à quatre fois le traitement et une pension immédiate pour les personnes à charge et les enfants. Depuis l'affaire Barber, ces prestations sont généralement proposées aux hommes aussi bien qu'aux femmes. Normalement, pour la plupart des fonds à cotisations définies, le survivant perçoit uniquement une pension calculée sur la base des cotisations accumulées, mais des sommes forfaitaires lui sont souvent adjointes. Dans le cas des plans individuels, le survivant se voit restituer soit les cotisations plus un rendement notionnel annuel - faible - (situation la plus fréquente pour les assurances à capital différé) soit le fonds dans son intégralité (solution privilégiée par les polices "unit-linked"). La différence entre les deux peut être énorme. Si un homme verse 1 000 livres par an à partir de 35 ans et qu'il décède en activité à 60 ans, la restitution des primes génère un revenu de 25 000 livres, et la restitution du fonds assortie d'une croissance de 9 % 75 300 livres. En règle générale, le choix de la restitution des primes en cas de décès en activité s'accompagne malgré tout d'une compensation : le souscripteur peut toucher une pension légèrement supérieure jusqu'à son décès. Les personnes à charge peuvent bien entendu bénéficier d'une protection supplémentaire lorsque le souscripteur d'un plan individuel prend également une assurance-vie temporaire. Les souscripteurs de plans individuels peuvent consacrer jusqu'à 5 % de leurs gains à cette couverture, en exemption fiscale.

Les personnes qui quittent prématurément leur employeur et qui comptent au moins deux années d'affiliation perçoivent soit une pension différée (indexée à 5 % au moins), soit une somme équivalente aux droits accumulés. Dans certains circuits de transfert restreints, les années de service peuvent être transférées et donner lieu à une pension liée au dernier traitement. Si l'individu est affilié depuis moins de deux ans, ses cotisations lui sont remboursées sous la forme d'une somme forfaitaire.

Trois millions d'affiliés font partie de régimes qui ne procèdent à aucun ajustement en fonction de la pension publique, et trois millions font partie de régimes qui, au contraire, ajustent les cotisations et les prestations en fonction de cette pension. La méthode d'ajustement la plus répandue consiste à réduire le traitement sur lequel les cotisations sont payées et les prestations perçues. La réduction peut correspondre à la pension publique de base ou au plancher au-delà duquel les cotisations d'assurance nationale sont obligatoires.

La contribution des régimes privés et professionnels au revenu de l'ensemble des retraités était de 25 % en 1993, contre 16 % en 1979 (Tableau 1.3). Ces chiffres devraient augmenter à mesure que les fonds gagneront en maturité et que les droits acquis seront mieux préservés. Ils doivent être interprétés dans le contexte plus général du revenu des retraités, présenté dans la Section 1.

En 1991, l'âge standard de la retraite dans les régimes privés était de 65 ans pour les hommes dans 70 % des cas, et de 60 ans pour les femmes dans 55 % des cas. Ces chiffres ont diminué depuis 1987 pour les deux sexes, même s'ils correspondent à l'âge de la retraite dans le régime public (l'âge de la retraite sera uniformisé pour les deux sexes en 2020). Cette évolution est largement imputable au jugement Barber rendu par la Cour européenne de justice. Celle-ci a en effet estimé qu'il était illégal d'appliquer deux limites d'âge différentes pour les hommes et les femmes (mais uniquement pour les droits accumulés depuis le milieu de 1990). Depuis 1987, des régimes couvrant 3 millions d'affiliés ont modifié leurs dispositions dans le sens de l'harmonisation de l'âge de la retraite (2 millions d'affiliés faisaient déjà partie de régimes qui avaient uniformisé l'âge de la retraite avant le jugement Barber). Ce total couvre des

⁵³ Blake (1995) cite l'exemple d'une compagnie d'assurance britannique qui réduirait la valeur des "unités de capital" dans le cadre d'une police "unit-linked" de plus de 25 % pour un départ en retraite anticipé de cinq ans.

régimes qui pratiquent l'uniformisation pour les nouveaux affiliés uniquement, des régimes qui l'appliquent aux droits postérieurs à 1990, ainsi que des régimes qui ont instauré plusieurs âges de retraite pour les hommes et les femmes.

5.2 *Cotisations*

Comme nous l'avons noté dans la Section 3, les cotisations exonérées d'impôt versées aux fonds professionnels sont plafonnées à 17,5 % du traitement de l'employé. Les cotisations salariales sont pour leur part exonérées jusqu'à 15 % du traitement. Pour bénéficier d'une exonération fiscale, les employeurs sont tenus de cotiser à un régime professionnel britannique (à moins que les cotisations soient suspendues pour cause de surfinancement). En effet, les pensions professionnelles sont une prestation fournie par l'employeur à l'employé. En général, l'employeur a la responsabilité de vérifier que le fonds est solvable. A l'inverse, les cotisations salariales ne sont pas obligatoires (même si elles sont courantes). 1,7 million d'employés font partie de régimes où les employeurs sont les seuls cotisants (les employés peuvent toutefois verser des cotisations facultatives).

Dans la majorité des cas, les employés paient moins de la moitié des cotisations totales (le rapport global cotisations patronales/salariales est de 2:1, mais ces chiffres tiennent compte des régimes où les employés ne cotisent pas, voir Tableau 5.3). En 1991, les cotisations patronales ont représenté en moyenne 9,75 % du traitement et les cotisations salariales 5,5 %. Dans les fonds à prestations définies du secteur privé, le taux des cotisations salariales le plus courant est 5 %, contre 6 % dans le secteur public (Tableau 5.4). Dans les fonds à cotisations définies, les taux de 2-4 % sont les plus courants. Il est rare que les cotisations salariales excèdent 7 %. Ces cotisations sont généralement basées sur le traitement total. Toutefois, 2 millions de travailleurs du secteur privé font partie de régimes qui calculent les cotisations en fonction d'un niveau de salaire réduit, pour tenir compte des prestations et des cotisations de sécurité sociale. Toutefois, en termes économiques, l'écart entre cotisations patronales et salariales peut être partiellement compensé par l'octroi d'un traitement plus faible aux employés pour lesquels l'employeur verse des cotisations relativement généreuses.

En 1991, les cotisations patronales aux fonds professionnels à cotisations définies allaient de plus de 10 % (pour 0,1 million de travailleurs) au remboursement minimal des cotisations (pour 0,1 million de travailleurs également). En général, les employeurs ne cotisent pas pour les individus qui préfèrent souscrire à un plan individuel plutôt qu'au régime d'employeur, ce qui ramène le niveau des cotisations totales à environ 6 %.

Si l'on examine les données macro-économiques dans le temps, on s'aperçoit que la structure des cotisations patronales aux fonds professionnels reflète l'incidence des déficits qu'ont accusés les principaux régimes à prestations définies en période de marasme boursier, notamment pendant les années 70. A la fin de cette décennie, les entreprises ont dû verser des sommes substantielles pour renflouer ces régimes (Tableau 5.5). En toute logique, les cotisations patronales en proportion du PIB sont passées de 1,75 % en 1971 à un niveau record de 3,23 % en 1981. Depuis 1981, la croissance des actifs reflète la bonne tenue des marchés financiers. De plus, compte tenu de la diminution importante du nombre d'affiliations, due à des licenciements massifs (qui réduisent l'obligation née des prestations projetées), de nombreux régimes sont devenus surfinancés, et les cotisations des entreprises ont été suspendues. En conséquence, le rapport cotisations patronales/PIB est tombé en dessous de 2 % en 1987, et a atteint 1,22 % en 1992. Dans le même temps, les cotisations salariales ont progressivement augmenté en proportion du PIB : de 0,64 % en 1971, elles sont passées à 1,24 % en 1992.

En 1992, les cotisations versées au titre des plans individuels se sont élevées à 6,7 milliards de livres, dont 0,5 milliard de livres correspondant à des réductions de cotisations à la National Insurance, 5,2 milliards de livres de primes uniques et 1,2 milliard de livres de primes annuelles. Les cotisations minimum au titre des plans individuels correspondent à la réduction liée à l'exemption du SERPS, qui était de 4,8 % en 1995, à laquelle s'ajoute la prime de 1 % pour les personnes de plus de 30 ans. La cotisation maximum, comme nous l'avons vu dans la Section 3, varie en fonction de l'âge : entre 17,5 % des gains pour les individus de moins de 35 ans et 40 % pour ceux qui ont 61 ans ou plus (les limites appliquées aux gains sont les mêmes que dans les fonds professionnels). Les plans individuels posent un problème majeur : de nombreux employés se contentent de la cotisation minimum équivalant à la réduction de cotisation et ne versent aucune cotisation complémentaire, au risque de percevoir plus tard une pension inadéquate. C'est le cas de pas moins de 60 % des souscripteurs de plans individuels. La situation est aggravée par le fait que ces réductions sont fréquemment payées en retard, ce qui nécessite parfois de différer l'investissement de 18 mois après l'acquisition des droits. Par ailleurs, les employeurs ne sont pas tenus de cotiser pour les plans individuels des travailleurs qui quittent le régime professionnel au-delà du montant de la réduction des cotisations patronales. Comme, en général, ils s'abstiennent effectivement de le faire, les prestations sont sensiblement réduites par rapport à celles des régimes professionnels. Seulement 2 % des employés du secteur public cotisent, et 5 % dans le privé. La plupart des régimes professionnels excluent également les personnes qui renoncent à leurs prestations d'assurance-vie. De même, le retrait d'un fonds professionnel à prestations définies s'accompagne d'une perte en termes de garantie.

5.3 Coûts

Hannah (1986) fait état de ratios frais administratifs/capacité d'autofinancement de 6 % pour les entreprises de taille moyenne avec régimes assurés, de 2 % pour les grands régimes à prestations définies, et de 1 % pour la sécurité sociale. Les données issues de la dernière enquête du Government Actuary (pour 1991) indiquent que les régimes comptant moins de 11 membres devaient faire face à un coût moyen de 9 % du revenu. Pour les régimes comptant jusqu'à 10 000 affiliés, le coût tombait à 3-4 %, et pour les régimes de 10 000 affiliés et plus, à 1,4 % (voir Tableau 5.6). Les coûts en proportion des actifs étaient respectivement de 1,1 %, 0,3-0,5 % et 0,1 %.

Compte tenu de l'absence d'économies d'échelle et de l'ampleur des frais de gestion, de publicité et de mise en conformité avec le régime réglementaire (ainsi que d'éventuelles rentes de monopole), le coût des plans individuels est beaucoup plus élevé que celui des régimes d'employeur. Ces frais peuvent être imputés de multiples manières. Par exemple, dans les assurances à capital différé, ils peuvent prendre la forme de frais initiaux, de frais administratifs, de frais de gestion, de frais de gestion annuels ou d'allocations d'unités - "unit allocations" (une partie seulement des unités achetées étant fournies par le prestataire). Les régimes "unit-linked" prélèvent des commissions sur les ventes, des frais de gestion, ainsi que des marges d'intérêt. Il arrive aussi qu'ils appliquent des frais déguisés encore plus lourds sur certains types d'unité.

Blake (1995) indique qu'un transfert initial sur un plan individuel peut coûter 25 % de la valeur du transfert, et que les commissions annuelles peuvent se monter à 2,5 % de la prime annuelle. L'Institute of Actuaries considère que 10 à 20 % des cotisations pourraient être absorbées en frais divers sur toute la durée du contrat de plan individuel. Dans le cadre d'une enquête détaillée sur 90 prestataires, Walford (1993) a estimé que les différents frais étaient susceptibles de réduire le rendement d'un plan de retraite de 5 ans de 13 % en moyenne. Pour les 10 % de sociétés qui appliquent les frais les moins élevés, la réduction se limite à 8,5 %, et pour les 10 % de sociétés les plus chères, elle se monte à 18 %.

Les commissions étant accumulées en début de contrat, une résiliation prématurée de ce dernier entraîne une valeur de rachat très faible. Si le contrat est résilié au bout d'un an, 90 % de la prime est absorbée sous forme de commissions. Le pourcentage est de 60 % au bout de deux ans. Pour que la valeur de rachat excède celle des cotisations, il faut parfois atteindre cinq ans. Pour les personnes qui souhaitent prendre leur retraite de manière anticipée, les coûts de résiliation sont également très élevés. De plus, compte tenu de la faible valeur de rachat, les transferts entre prestataires sont extrêmement coûteux. Par exemple, Blake (1995) note que dans les régimes fonctionnant selon le principe de l'assurance mixte avec profits, les valeurs de rachat étaient inférieures de 28 % à la valeur de maturité, ne serait-ce qu'un an avant l'arrivée à maturité du plan (la différence allait de 37 % à 8 % selon les sociétés). Les transferts entre prestataires peuvent induire des frais équivalents à un tiers du montant de l'opération.

Les frais d'annuités, qui ne s'appliquent pas aux régimes professionnels à prestations définies, constituent un fardeau supplémentaire. Ils peuvent s'avérer particulièrement élevés pour les personnes qui souhaitent exercer l'option de libre choix et acheter une annuité auprès d'un autre prestataire. Ces frais peuvent se monter à 3 % du fonds existant.

A l'heure où l'Etat essaie d'encourager le développement des plans individuels (Sections 1 et 2), les frais élevés qu'ils induisent ont d'importantes implications du point de vue des politiques publiques. D'après le Financial Times (1993), le fait qu'une partie du coût des plans individuels soit incompressible induit une forte augmentation du coût des polices de moindre valeur, notamment celles des personnes à faible revenu ou qui ne cotisent pas sur une période d'activité entière. Apparemment, des compagnies d'assurance "réputées" rechignent à proposer des plans individuels aux personnes qui gagnent moins de 10 000 livres par an (environ 60 % des gains moyens à l'époque). Par conséquent, les plans individuels ne sont pas rentables pour les groupes qui justement sont exclus des régimes professionnels, et pour lesquels le SERPS a été conçu.

6 Portefeuille et rendement des actifs

6.1 Composition du portefeuille

La composition du portefeuille et le rendement correspondant des actifs constituent le principal déterminant du coût qu'induit pour l'entreprise le service d'une pension donnée dans un régime à prestations définies (même si, de toute évidence, la nature des prestations exerce aussi une influence sur le coût global du fait qu'elle détermine les engagements). Dans un fonds à cotisations définies, le rendement détermine directement la pension.

Dans chaque cas, il est essentiel que les actifs du fonds de pension génèrent un rendement supérieur à la croissance réelle des gains, car celle-ci conditionne les engagements des fonds à prestations définies liées au dernier traitement et le taux de remplacement des fonds à cotisations définies (la croissance des salaires déterminant le dernier traitement). A titre d'exemple, Vittas (1992) signale que pour un plan de retraite à cotisations définies caractérisé par un taux de cotisation de 10 %, 40 ans de cotisations, une durée de retraite de 20 ans et une croissance réelle des salaires de 2 %, un rendement réel de 3 % génère une pension indexée d'un taux de remplacement de 33 %, tandis qu'un rendement réel de 5 % génère une pension indexée de 60 % du dernier traitement. Dans la pratique, et comme nous le verrons plus en détail par la suite, les fonds du Royaume-Uni considèrent que les actifs réels tels que les actions sont les instruments les mieux à même de produire un rendement supérieur à la croissance des gains moyens. A titre de comparaison, les obligations ont donné des résultats médiocres au Royaume-Uni, dans un contexte d'inflation élevée et instable.

Le Tableau 6.1. illustre de manière détaillée la modification de la composition des portefeuilles des fonds de pension britanniques entre 1970 et 1993. Il est à noter que les données ne tiennent pas compte des fonds de pension administrés par les compagnies d'assurance, et excluent donc la plupart des plans à cotisations définies et des plans individuels⁵⁴.

A titre indicatif, le Tableau 6.2 donne les estimations des rendements réels totaux et de leurs écarts-types pour la période 1967-90. Ce tableau a été construit à l'aide de données annuelles moyennes sur les taux d'intérêt, les rendements et le prix des actifs (indices synthétiques ou indices du marché), tirées pour la plupart de la base de données macro-économiques du BIS. Les coûts des transactions, qui affectent le rendement effectif des fonds, ne sont pas pris en compte. L'analyse de ces données fait ressortir les faits suivants : ce sont les actions, suivies des biens immobiliers, qui offrent le rendement le plus élevé - ainsi que le risque le plus important. Leur rendement est supérieur non seulement à l'inflation mais aussi à la croissance des gains moyens - ce qui est crucial pour les régimes liés au dernier traitement. Les obligations britanniques offrent un rendement réel nettement inférieur, et qui plus est extrêmement instable (notons que les calculs se fondent sur le rendement sur une période de détention d'un an, qui inclut donc les gains et les pertes de capitaux liés à la fluctuation des taux d'intérêt). Les actions internationales⁵⁵ offrent des rendements réels substantiels pour les investisseurs dont la monnaie de référence est la livre sterling (en raison de la dépréciation structurelle de la livre), et un risque généralement moins élevé que les actions nationales, malgré le risque de change.

En principe, la part des *actifs liquides* dans le portefeuille peut être restreinte car les retraits sont prévisibles. Si leur niveau a été plus élevé à certaines époques (Tableau 6.1), c'est parce que le rendement sur le marché des actifs liquides était supérieur à celui d'autres actifs. Ce fut notamment le cas en 1974, lorsque le marché des actions s'est effondré. Depuis, les actifs à court terme des fonds ont à peu près retrouvé leur niveau d'avant 1974.

La part des *obligations* a considérablement chuté : elle représentait 50 % des actifs en 1966, et 11 % en 1994. Il est possible que ce déclin reflète non seulement l'indexation effective des engagements sur l'inflation des salaires, mais aussi la modification de la perception du risque, suite aux rendements réels négatifs enregistrés par les obligations pendant les périodes d'inflation des années 70. Il reflète également des possibilités de diversification accrues. Suite à la suppression du contrôle des changes, les fonds britanniques ont vendu leurs obligations pour acquérir des avoirs à l'étranger. Par ailleurs, les fonds de pension britanniques ont tiré parti des réglementations autorisant la détention d'actions, et ont pu profiter de structures de rendement relatif plus favorables aux actions qu'aux obligations. Cela étant, la maturité croissante des fonds de pension et l'adoption imminente de règles de solvabilité risquent d'accroître leurs besoins de trésorerie. De plus, les prévisions en matière de croissance des dividendes sont maintenant moins optimistes. Peut-être est-ce pour cette raison que la part des obligations est passée de 10 % en 1993 à 11 % en 1994.

La part des *bons du Trésor* dans le portefeuille des fonds de pension a diminué. Ce déclin s'est accéléré à la fin des années 80, à la faveur de la contraction du volume de la dette publique émise (contraction imputable à des excédents budgétaires), et malgré l'émission d'obligations indexées sur l'indice des prix à la consommation. Ce type d'obligation constituait un instrument intéressant de

⁵⁴ Comme nous le verrons par la suite, les portefeuilles des prestataires de plans individuels gérés de manière discrétionnaire sont très similaires à ceux des fonds à prestations définies. Les portefeuilles gérés par l'individu sont investis avec beaucoup plus de prudence.

⁵⁵ Les rendements des titres étrangers ont été calculés au moyen du taux de change effectif du Royaume-Uni et du rendement des obligations de 11 autres pays de l'OCDE, pondéré de leur contribution à la capitalisation boursière mondiale dans les années 80.

financement des fonds de pension⁵⁶ (selon le rendement réel offert par rapport à la croissance des gains moyens), mais il posait des problèmes de liquidité, et les investisseurs ont considéré que les actions offraient de meilleurs rendements.

Les fonds de pension du Royaume-Uni détiennent une part de la *dette des entreprises*, sous forme d'obligations de société et d'actions préférentielles, mais pas d'emprunts (contrairement aux fonds néerlandais et allemands). Cette part a diminué durant les périodes de forte inflation des années 70 et 80. Selon l'opinion qui prévaut, la part de la dette des entreprises dans le portefeuille des fonds de pension doit être limitée, notamment parce que leur rendement total est relativement faible par rapport à celui des actions, et parce que la détention d'une dette peut parfois s'avérer incompatible avec la détention d'actions dans la même entreprise. De fait, la part de cette dette dans le portefeuille actuel est de 2 %. Toutefois, compte tenu de la diminution des taux d'intérêt, de l'adoption de règles de financement minimum et de l'augmentation du coût des annuités, le rendement élevé des obligations de société pourrait se révéler alléchant⁵⁷. En conséquence, la part de ce type d'actif pourrait augmenter.

La part des *actions* a considérablement augmenté, car les gestionnaires de fonds sont de plus en plus convaincus de leur aptitude à produire un rendement supérieur à la croissance moyenne des gains. Cet accroissement est également le reflet de normes comptables qui permettent un lissage à long terme et se fondent sur les dividendes plutôt que sur la valeur de marché, autorisant les fonds à accepter des rendements instables (Section 4). Certains commentateurs se sont demandés si la part des actions dans les portefeuilles n'était pas trop élevée compte tenu des risques, notamment si les rendements réels venaient à chuter comme dans les années 70. A cet égard, il faut noter qu'en 1990, 61 % du portefeuille des fonds était constitué d'actions, mais que 16 % étaient des actions étrangères, ce qui réduit légèrement le risque. En 1994, la part des actions était de 69 %, dont 52 % d'actions britanniques et 17 % d'actions étrangères. Dans aucun autre pays la part des actions dans le portefeuille des fonds de pension n'est aussi importante. Suite à l'adoption de règles de financement minimum fondées sur l'ABO (aux termes du Pensions Act de 1995), les fonds de pension britanniques pourraient changer radicalement d'attitude vis-à-vis des actions, et accorder davantage d'importance au risque de déficit.

En principe, les *biens immobiliers* constituent également un actif réel au sens où le revenu de la location et la valeur des actifs progressent avec l'inflation sur le long terme. Les fonds du Royaume-Uni ont accumulé un volume important de biens immobiliers suite à la dépression des marchés des actions au milieu des années 70. Toutefois, lorsque les rendements des actions se sont rétablis et que le contrôle des changes a été supprimé, les placements immobiliers ont reculé car ils comportent un certain nombre d'inconvénients : manque de liquidité, lourdeur de la gestion et vulnérabilité face aux erreurs de sélection. Par ailleurs, à cause de ces coûts de gestion élevés, qui se répercutent sur le rendement, les placements immobiliers - même dans les biens de qualité - sont devenus moins rentables que les placements en actions étrangères. En conséquence, la part des biens immobiliers dans les portefeuilles a diminué dans les années 80 et au début des années 90. A la lumière du marasme immobilier survenu à la fin des années 80, cette stratégie s'est révélée judicieuse.

Jusqu'en 1979, le contrôle des changes pénalisait les *investissements étrangers* des fonds de pension du Royaume-Uni, comme ceux des autres résidents. Les investisseurs étaient tenus d'utiliser la

⁵⁶ Voir Bodie (1990b).

⁵⁷ Bien qu'au Royaume-Uni les règles de financement minimum ne requièrent pour l'instant que la couverture de la "Guaranteed Minimum Pension" (GMP), elles peuvent avoir une incidence sur les portefeuilles des fonds si ceux-ci immunisent l'engagement fixe de la GMP au moyen d'obligations, et que les rendements diminuent. La nouvelle loi sur le minimum de solvabilité, qui entrera en vigueur en 1997, rendra les obligations plus attrayantes.

monnaie du placement, qui était surcotée d'environ 25 % par rapport au taux de change effectif. Lorsque les actifs étaient vendus et les fonds rapatriés, une partie de cette prime était nécessairement perdue. Le coût pouvait être réduit de diverses manières, notamment par le biais de prêts adossés, mais il n'en constituait pas moins une lourde entrave aux investissements internationaux. Depuis la suppression du contrôle des changes, les gestionnaires de fonds du Royaume-Uni peuvent profiter des avantages de la *diversification internationale*, qui offre un meilleur compromis risque/rendement. En effet, la diversification internationale réduit le risque systématique lié à l'investissement sur le marché national, risque qui résulte du cycle ou du changement à long terme de la part des profits (voir Davis 1995a). L'investissement international constitue également une couverture contre les risques de chocs inflationnistes sur les prix à l'importation (qui varient en fonction de l'ouverture de l'économie). Cette stratégie permet également d'investir dans des industries absentes du territoire national. A plus long terme, il pourra s'avérer indispensable d'investir dans des pays comptant une population relativement jeune pour éviter que les travailleurs et les retraités des pays dont la population vieillit se disputent des ressources très convoitées (Davis *ibid*).

Les gestionnaires de fonds savent malgré tout que les investissements internationaux présentent des risques dont sont exempts les investissements nationaux. Le risque de change implique que le rendement des actifs étrangers varie plus facilement que celui des actifs nationaux, notamment à court terme (même si, comme nous l'avons noté, la livre sterling a tendance à se déprécier). Le risque de transfert peut affecter les possibilités de rapatriement des dividendes. Le risque de règlement peut être important sur certains marchés boursiers où un grand nombre de transactions sont différées ou échouent. Le risque de liquidité, qui signifie que le marché peut se retourner contre le fonds, est élevé sur certains marchés étroits tels que ceux des pays en développement. Néanmoins, les détentions d'actifs sur les marchés émergents ont fortement progressé ces dernières années : cette catégorie représentait (d'après WM (1995)) 6 % des actions étrangères en 1994, contre 1 % seulement en 1991.

En conclusion, il est clair que les fonds de pension ont toujours fait porter l'accent sur les actifs réels et que les caractéristiques générales de ces portefeuilles sont relativement inchangées, reflétant la nature des engagements et la souplesse des réglementations en matière de financement et de comptabilité. Cela implique que nombre des changements évoqués ci-dessus n'ont pas été dictés par des changements d'objectif mais plutôt par la nécessité de s'adapter aux conditions du marché. Les objectifs en termes de rendement réel, de négociabilité, etc. sont restés les mêmes.

Les données présentées ne sont à l'évidence que des moyennes, et ne reflètent pas nécessairement les choix des fonds pris individuellement. De même, on constate des différences importantes en termes de composition entre les fonds de grande et de petite taille. Les données de WM pour 1994 (Tableau 6.3) indiquent que les fonds de grande taille détiennent davantage de biens immobiliers et de bons du Trésor que les fonds plus petits, mais moins d'avoirs étrangers. La différence du volume de biens immobiliers est peut-être liée aux économies d'échelle que permet leur administration dans les fonds de grande envergure. Quant à la part des obligations, elle reflète un degré de maturité plus élevé parmi les fonds les plus grands.

Notons au passage qu'il est difficile d'obtenir des données sur les actifs des prestataires de plans individuels. Les chiffres communiqués par l'un des principaux acteurs britanniques de ce secteur font état d'un portefeuille constitué de 57 % d'actions britanniques, 27 % d'actions étrangères, 7 % de bons du Trésor, 2 % d'obligations étrangères, 3 % de biens immobiliers et 4 % de liquidités. Pour comprendre cette stratégie de placement relativement agressive, il faut savoir que les plans individuels manquent de maturité en raison de la croissance récente du secteur, et que le risque devrait être réduit ultérieurement par une augmentation de la part des obligations. D'autre part, ces données concernent des fonds groupés. Les chiffres semblent démontrer qu'au Royaume-Uni, les personnes qui sont libres de choisir leurs actifs se

montrent extrêmement prudentes (Young (1992)). Ces précautions peuvent affecter négativement la valeur des pensions qu'elles percevront à l'avenir.

6.2 Rendements

Connaissant la composition des portefeuilles et les niveaux de risque et de rendement des actifs, on peut estimer le rendement et le risque global de ces portefeuilles et, partant, établir le coût du service d'un niveau de prestations donné pour les entreprises (pour les fonds à prestations définies), ou le niveau de rendement pour les affiliés (dans le cas des fonds à cotisations définies). Il suffit, pour chaque année, de pondérer le taux de rendement réel annuel de chaque actif de sa part dans le portefeuille. On obtient ainsi par agrégation une série de taux de rendement annuels du portefeuille. Les coûts de transaction et de gestion sont considérés comme négligeables. Il faut savoir que si ces coûts étaient importants, les rendements effectifs seraient moins élevés. Le Tableau 6.4 donne la moyenne et l'écart-type de ces séries (ainsi que les données correspondantes pour les fonds du G-3).

Nous utilisons le rendement d'instruments négociables à taux fixe sur une période de détention annuelle plutôt que le rendement actuariel. Selon nous, les rendements sur la période de détention sont plus adaptés à l'étude des portefeuilles existants car ils tiennent compte des pertes et gains liés aux fluctuations des taux d'intérêt (cela étant, on pourrait formuler d'autres hypothèses concernant les périodes de détention). Les estimations suggèrent que les fonds de pension du Royaume-Uni ont obtenu un rendement réel substantiel pendant la période 1967-90. Ces résultats doivent se répercuter soit sur les coûts de financement pour les entreprises instauratrices, soit sur le niveau des prestations offertes. Bien entendu, ces chiffres reflètent en partie le niveau de risque et la part des actions et des biens immobiliers (on constate que l'écart-type des rendements est élevé au Royaume-Uni). Mais comparés à d'autres institutions financières, les fonds de pension sont mieux placés pour accepter une certaine instabilité des rendements. C'est notamment le cas pour les fonds à prestations définies, où le risque peut être partagé entre les travailleurs et l'employeur et entre les affiliés les plus jeunes et les plus âgés. Par ailleurs, les normes comptables fondées sur le rendement s'accommodent mieux de l'instabilité. Pour les fonds à cotisations définies, les arguments favorables à un niveau de risque élevé sont moins nets.

Si l'on compare les risques et les rendements des portefeuilles des fonds de pension britanniques aux rendements des instruments individuels du Tableau 6.2, on mesure tous les avantages de la diversification : les écarts-types des portefeuilles sont moins importants que ceux des instruments individuels. Toutefois, il est impossible de comparer les résultats directement car les rendements des fonds de pension sont exonérés d'impôt, tandis que les actifs directement détenus sont imposables. La comparaison des rendements sans risque suggère que les résultats obtenus par les fonds de pension sont nettement supérieurs au comportement des bons du Trésor. Le rendement obtenu par les fonds est inférieur à celui des actions, mais en contrepartie d'un risque beaucoup moins élevé.

Il est à noter que le Tableau 6.4 donne simplement une estimation du rendement dérivé de la détention "passive" d'actifs (en fonction de l'indice du marché). Une sélection adéquate des titres devrait générer un rendement supérieur - même si, comme nous le verrons plus loin, la gestion active des placements *diminue* souvent le rendement lorsque le coût des transactions est pris en compte.

Cette mise en garde étant faite, le test le plus infaillible porte sur la capacité des fonds à obtenir un rendement supérieur à la croissance moyenne des gains, sachant que les engagements des régimes à prestations définies sont plus ou moins indexés sur ces gains. Cette capacité constitue donc l'indicateur clé du coût des régimes de retraite pour les instaurateurs. Le taux de remplacement que peut proposer un régime à cotisations définies dépend lui aussi du rapport entre le rendement des actifs et la croissance des

gains. L'écart entre les deux indicateurs est considérable au Royaume-Uni (plus de 2 % par an). Comme le montre Davis (1995a), cet écart permet d'offrir un taux de remplacement élevé pour tout taux de cotisation donné (Tableau 6.5). Dans de nombreux autres pays, l'écart est beaucoup plus réduit, voire négatif. Les restrictions de portefeuille sont souvent en partie responsables de ces mauvais résultats. Le Tableau 6.6 indique que les rendements enregistrés par les fonds du Royaume-Uni fluctuent énormément d'un quinquennat à l'autre, phénomène qui est dû à la forte proportion d'actions dans les portefeuilles ainsi qu'au faible rendement des obligations durant les années 70.

Ces données permettent aussi d'évaluer les effets des méthodes de placement et de gestion, cette fois sur les mêmes marchés, mais en comparant les résultats des fonds du secteur public (administrations locales) et du secteur privé. Nos estimations suggèrent que les fonds des administrations locales obtiennent des rendements inférieurs à ceux des fonds privés (4,9 % de rendement réel d'un côté contre 5,4 % de l'autre entre 1967 et 1988). Cette différence est peut-être due à des compositions de portefeuille traditionnellement plus prudentes⁵⁸ dans le secteur public et, dans certains cas, à l'existence de réglementations sur les placements. Les fonds des administrations locales présents dans l'échantillon détiennent en moyenne 52 % d'actions, contre 56 % pour les fonds privés. Il est intéressant de constater que les risques en termes réels étaient plus élevés pour les fonds des administrations locales (l'écart-type des rendements réels était de 13,4 %, contre 13 % pour les autres fonds), notamment à cause de l'instabilité du rendement réel des obligations.

6.3 *Gestion des fonds*

Au Royaume-Uni, les méthodes de gestion diffèrent selon les types de fonds. Seuls les fonds les plus importants ont la possibilité d'assurer la gestion en interne (selon NAPF (1994), les fonds qui emploient cette méthode couvrent 40 % des affiliés). Les fonds de taille moyenne à grande font généralement appel à des gestionnaires extérieurs, tels que des courtiers ou des banques d'investissement. Les fonds plus restreints font appel à des compagnies d'assurance. Les compétences et l'efficacité des gestionnaires des fonds peuvent bien entendu avoir une influence énorme sur les performances d'un fonds donné au regard des estimations sus-mentionnées.

La gestion de fonds consiste à administrer un portefeuille d'investissements pour le compte d'un client, en l'occurrence un fonds de pension. Ce type de délégation soulève des problèmes de type mandant-mandataire, car si le gestionnaire n'est pas parfaitement supervisé et/ou si un contrat extrêmement clair n'est pas établi, il peut être tenté d'agir dans son propre intérêt (c'est-à-dire de facturer des commissions excessivement élevées) et contre celui du fonds. A priori, cette surveillance coûte plus cher lorsqu'elle s'exerce sur des gestionnaires qui n'ont pas de relations à entretenir ou de réputation à défendre, car de tels actifs sont susceptibles de se déprécier en cas de comportement opportuniste. Par ailleurs, les gestionnaires internes sont moins exposés au problème mandant-mandataire, car ils sont plus faciles à contrôler (via leur contrat de travail par exemple). Dans la mesure où, pour les régimes à prestations définies, ce sont les entreprises qui supportent le risque en dernier ressort, elles font probablement plus d'efforts pour superviser les gestionnaires qu'elles n'en feraient dans le cadre d'un régime à cotisations définies, qui fait supporter ce risque aux employés. Les souscripteurs de plans individuels sont encore plus vulnérables, car ils ne peuvent compter que sur la réglementation et sur le souci des prestataires de protéger leur réputation.

Plusieurs caractéristiques de la gestion de fonds au Royaume-Uni ont pour but manifeste de limiter les problèmes mandant-mandataire auxquels peuvent être confrontés les régimes professionnels. Par exemple, les gestionnaires ont des mandats courts (3 ans), et leurs performances sont fréquemment

⁵⁸ Les portefeuilles des deux types de fonds sont maintenant relativement similaires.

évaluées. Leurs honoraires sont liés à la valeur du fonds à la fin de l'année et/ou à leurs performances. Les honoraires de gestion (coût des transactions exclus) facturés par les gestionnaires de fonds au Royaume-Uni, où le marché est concurrentiel, sont relativement bas par rapport aux niveaux pratiqués internationalement. Selon Davis (1993a), les fonds ne paient pas plus de 22 points de base sur 100 millions de livres.

En règle générale, la gestion de portefeuille comporte deux étapes. La première consiste à prendre une décision stratégique concernant l'affectation des fonds à différents types d'actifs et différents marchés nationaux ("allocation des actifs"). La deuxième étape consiste à prendre une décision - à un niveau inférieur - sur les actifs précis à placer dans chacune de ces catégories ("sélection des titres"). L'indexation passive du marché fait partie de cette deuxième catégorie. Toutefois, depuis quelques temps, les faits montrent que les gestionnaires sélectionnent des noyaux durs de titres au niveau stratégique, et qu'ils sélectionnent les marchés au niveau tactique, en utilisant des contrats à terme d'indices boursiers.

Le choix stratégique traditionnel, qui est généralement pris conjointement par les gestionnaires et les administrateurs, est illustré par les données présentées ci-dessus. Les résultats montrent qu'il faut établir un compromis entre rendement et risque, ce qui est logique, et que la diversification présente de nombreux avantages. A cet égard, il apparaît nécessaire de définir des mesures appropriées des rendements corrigés des risques et d'identifier les sources des performances des portefeuilles, afin de pouvoir évaluer les performances des gestionnaires de fonds (Blake (1990), Tamura (1992)). Les services de mesure des performances tels que WM et CAPS sont très répandus au Royaume-Uni. Toutefois, ils ont tendance à se concentrer sur les performances moyennes du marché, alors que certains fonds ont besoin d'un autre repère eu égard à leur maturité, leurs engagements, leur préférence en termes de risque, etc.⁵⁹. Par ailleurs, le système britannique présente un autre défaut : il utilise rarement la notion de performances corrigées des risques, qui permettrait pourtant de distinguer les rendements élevés dus aux compétences du gestionnaire des rendements élevés liés à l'adoption d'une stratégie privilégiant le risque (Blake (1992)).

Concernant la décision traditionnelle à court terme d'allocation des actifs, qui détermine la capacité des méthodes de gestion active sur les marchés individuels à obtenir des résultats supérieurs aux indices du marché (en tenant compte des honoraires et du coût des transactions), les faits concluent presque uniformément à l'inefficience de la gestion active au niveau des catégories d'actifs. Ceci est conforme à l'hypothèse des marchés efficients : dans la mesure où les prix incorporent toutes les données disponibles, on ne retire aucun bénéfice net en dépensant des sommes supplémentaires pour essayer de dépasser l'indice du marché. Toutefois, comme le notent Grossman et Stiglitz (1980) et Cornell et Roll (1981), l'hypothèse des marchés efficients n'exclut pas que l'on puisse obtenir des rendements anormalement faibles si l'on recueille plus d'informations. Toutefois, ceux qui acquièrent des informations coûteuses ne perçoivent en théorie que des rendements nets moyens une fois pris en compte le coût de l'acquisition des informations.

Le Tableau 6.7 présente des données utiles sur le sujet qui nous intéresse. Elles révèlent que même sur le marché national, les fonds ont tendance à obtenir des résultats inférieurs à l'indice. Les contreperformances sont encore plus marquées sur les marchés étrangers. Peut-être sont-elles dues à la médiocrité des informations dont disposent les gestionnaires nationaux sur les transactions et sur la recherche d'entreprises (en comparaison des informations accessibles aux gestionnaires locaux), ainsi qu'au coût élevé des transactions. Ceci justifie l'approche d'indexation des titres nationaux : dans ce cas de figure, le gestionnaire de fonds met à profit ses compétences pour sélectionner des marchés sous-évalués

⁵⁹ Dans ce cas, pour déterminer la combinaison d'actifs la plus appropriée, il peut être préférable d'employer des techniques de gestion des actifs et passifs ("asset liability management techniques"), et de mesurer les performances des gestionnaires à l'une de cette combinaison plutôt qu'à celle de la moyenne du marché.

plutôt que des titres, en utilisant les contrats à terme d'indices boursiers pour prendre rapidement pied sur ces marchés. Comme le notent Howell et Cozzini (1991), c'est l'approche que privilégient de plus en plus les grands investisseurs institutionnels de pays comme le Royaume-Uni. Le Tableau 6.8 montre que les rendements moyens sont inférieurs pour les gestionnaires extérieurs, et que le rendement est inversement corrélé au volume de transactions. Ces résultats confirment les hypothèses avancées concernant le problème mandant-mandataire. Les gestionnaires qui sont soumis à un strict contrôle de la part des administrateurs enregistrent un volume de transactions plus élevé et un rendement plus faible.

La principale implication de ces analyses est que l'indexation est optimale pour la plupart des actifs des fonds de pension. Il faut cependant savoir que les gains générés par la gestion active devraient augmenter si de plus en plus de fonds adoptent ces stratégies passives et, de manière générale, si le marché est inefficace. D'aucuns pensent que l'indexation généralisée risque de limiter les incitations à surveiller la gestion des entreprises. Un contre-exemple est présenté dans la Section 7. En fait, bien que l'indexation explicite ne soit pas aussi répandue au Royaume-Uni qu'aux Etats-Unis, le nombre de fonds britanniques de grande envergure qui pratiquent des formes de "core indexation" (aucune transaction sur le noyau dur de titres) fait dire à certains commentateurs que 30 % des actions nationales des fonds de pension britanniques étaient effectivement indexées en 1993. Bien entendu, l'indexation ne dispense pas le gestionnaire de sélectionner les catégories d'actifs à la lumière des engagements et des rendements attendus, ni de choisir les marchés nationaux. De fait, les gestionnaires de fonds britanniques insistent de plus en plus sur cet aspect. Sous réserve qu'elles demeurent rentables, ces activités suggèrent que l'efficacité est supérieure au sein qu'entre les marchés.

7 Questions liées au marché financier

Cette section analyse plus en détail certains des problèmes soulevés par les fonds de pension britanniques au niveau des marchés financiers. La taille des fonds de pension et des autres investisseurs institutionnels (qui détiennent à eux tous 60 % des actions du Royaume-Uni, dont 30 % pour les seuls fonds de pension), fait naître des interrogations clés. Etant donné que les fonds de pension devraient se développer dans de nombreux autres pays de l'OCDE, ces questions présentent un intérêt général (voir également Davis 1996b pour un commentaire sur les changements institutionnels et financiers dans les pays du G-7).

7.1 Epargne

Globalement, les faits montrent que la croissance des fonds de pension exerce un effet positif mais mineur sur l'épargne (voir Feldstein (1978), Munnell et Yohn (1992)). Bien que les incitations fiscales (aux plans individuels par exemple) soient de nature à induire un large transfert de l'épargne vers l'instrument privilégié pertinent, ce mouvement est partiellement ou largement compensé par le déclin d'autres types d'épargne personnelle⁶⁰ et de l'épargne publique. Au Royaume-Uni, les chiffres révèlent que la croissance des régimes de retraite privés est en partie compensée par la diminution de l'épargne personnelle discrétionnaire. D'après Threadgold (1980), lorsque les actifs des fonds de pension augmentent

⁶⁰ La compensation peut également intervenir au niveau de la répartition du revenu. Les dispositions fiscales qui "gonflent" les taux de rendement influencent l'épargne-retraite à la marge pour les individus peu prévoyants qui n'épargnent pas assez, ou pour ceux qui sont suffisamment aisés pour considérer la consommation après la retraite comme un produit de luxe. Pour ces "épargnants à cible", dont l'épargne désirée équivaut à un niveau fixe (c'est-à-dire qui, auparavant, épargnaient déjà ce montant en vue de leur retraite), il y a un effet revenu mais pas d'effet de compensation par substitution, et leur épargne aura tendance à diminuer.

d'un point, l'épargne personnelle au Royaume-Uni augmente d'environ 0,35 point. Cependant, le coût des incitations fiscales pour le secteur public annule une partie de l'effet produit sur l'épargne à l'échelle de l'économie, et ramène le gain à environ 0,2 point. Le fait que la compensation de l'épargne-retraite soit partielle semble dû principalement aux imperfections du marché du crédit : les individus ne sont pas en mesure d'emprunter pour compenser l'augmentation forcée de leur épargne-retraite, liée au versement des cotisations. Dans un contexte de marché du crédit déréglementé - et donc d'accès au crédit moins restreint - ou de participation facultative aux fonds de pension, cet effet devrait être plus limité. Ce devrait également être le cas pour les régimes à cotisations définies, car dans ce type de régime, le travailleur est mieux à même d'emprunter avec la garantie de son capital-retraite. Pour toutes ces raisons, on peut s'attendre à ce que les effets des pensions professionnelles *per se* sur l'épargne diminuent au Royaume-Uni. De fait, les analyses préliminaires confirment que ces effets sont plus restreints lorsque l'on intègre au calcul les données relatives aux années 80.

Indépendamment de la croissance probable de l'épargne et des richesses, la croissance des fonds de pension devrait avoir des répercussions sur les *mécanismes de financement*. En effet, ces fonds ne se comportent pas de la même manière que des particuliers qui détiennent directement les actifs. A l'évidence, les portefeuilles des fonds de pension du Royaume-Uni comportent davantage d'actifs incertains et d'actifs à long terme que n'en ont les ménages. A titre d'exemple, en 1994, les fonds de pension détenaient 69 % d'actions, contre 13 % pour les particuliers. Les particuliers détiennent en revanche une proportion beaucoup plus importante d'actifs liquides que les fonds de pension. Ces différences s'expliquent en partie par l'horizon temporel : pour les particuliers, il est relativement court ; à l'inverse, compte tenu de la maturité importante de leurs engagements, les fonds de pension peuvent se concentrer sur des actifs à long terme assortis de plus hauts rendements. Les fonds de pension disposent par ailleurs d'un avantage comparatif leur permettant de compenser l'accroissement du risque : ils peuvent se diversifier et investir dans des actifs dont les rendements sont imparfaitement corrélés. *En conclusion, le passage au préfinancement a entraîné un accroissement de l'offre de fonds à long terme pour les marchés financiers* même si l'épargne et la richesse n'augmentent pas. En effet, le préfinancement réduit les dépôts bancaires si les ménages ne renforcent pas la liquidité du reste de leur portefeuille pour compenser totalement la croissance des fonds de pension. Or, de tels phénomènes de compensation sont observables au Royaume-Uni : les résultats économétriques (Davis (1988)) suggèrent que parallèlement au développement des fonds de pension, les particuliers se détournent des titres au profit des dépôts. Par conséquent, les effets du développement des fonds de pension sur l'offre d'instruments à long terme sont plutôt mitigés.

L'une des conséquences de ce changement dans la répartition des actifs est qu'au Royaume-Uni, les titres sont de plus en plus souvent détenus par des investisseurs de grande envergure, bien informés, opposés au risque et bénéficiant de faibles coûts de transaction. On peut supposer qu'un marché financier présentant ces caractéristiques reflète fidèlement les informations relatives aux performances des entreprises. Ceci est confirmé par une analyse économétrique (Davis (1988)) de la composition du portefeuille des fonds de pension du Royaume-Uni, qui conclut à une forte influence du rendement relatif des actifs. Généralement, les fonds de pension réagissent rapidement à une variation de ce rendement. Si tant est que les gestionnaires de fonds disposent d'informations et d'incitations adéquates, *l'affectation des fonds devrait donc se révéler efficiente et l'évaluation des titres correcte*. Ces résultats contrastent avec ceux des ménages et des entreprises (Davis (1986)), pour lesquels l'ajustement à la variation des rendements est lente en raison de coûts de transaction plus élevés et d'informations de moins bonne qualité.

7.2 Innovation

Tandis que dans des pays tels que les Etats-Unis, les fonds de pension sont à l'avant-garde de l'innovation financière, au Royaume-Uni, leur contribution à l'innovation est moins nette. Les statuts de nombreux trusts interdisaient l'utilisation des produits dérivés jusqu'à il y a peu, mais les restrictions se sont assouplies depuis. Par ailleurs, les administrateurs doivent "apprendre" à concevoir les produits dérivés non plus comme des instruments spéculatifs mais comme des moyens de couverture (Davis (1988)). De plus, jusqu'en 1990, le système fiscal a découragé le recours à de tels produits (l'utilisation de produits dérivés était considérée comme de la spéculation, et était donc taxée). A cet égard, on notera qu'en 1990, après l'assouplissement du traitement fiscal, le volume des transactions portant sur les contrats à terme d'indices boursiers au London International Financial Futures Exchange (LIFFE) a augmenté de 40 %.

De manière plus générale, les gestionnaires de fonds du Royaume-Uni et des Etats-Unis n'ont pas la même attitude vis-à-vis de l'innovation (voir Davis (1988)). Cette différence s'explique principalement par la raison suivante : au Royaume-Uni, le traitement comptable des fonds est souple et symétrique, et se fonde sur l'estimation des tendances des dividendes beaucoup plus que sur la valeur de marché. Par ailleurs, il n'existe pas de limite à partir de laquelle les engagements doivent obligatoirement figurer dans le bilan. Les engagements sont basés sur la PBO et l'indexation est plus implicite qu'aux Etats-Unis. D'autre part, les normes de financement minimum ne s'appliquent qu'à un sous-ensemble de pensions (les GMP). Ceci explique que les fonds aient jusqu'à présent trouvé avantageux de détenir une proportion substantielle d'actions (britanniques ou internationales) non couvertes. D'ailleurs, l'exposition des actions internationales au risque de taux de change est considérée comme faisant partie des avantages de la diversification.

Toutefois, d'après Blake (1992), à mesure que les fonds gagneront en maturité et augmenteront la part des obligations dans leur portefeuille (afin de limiter les risques de non-paiement des prestations lorsqu'elles arriveront à échéance), il leur deviendra nécessaire d'adopter des stratégies d'immunisation garantissant que le niveau des actifs ne tombe pas en dessous de celui des engagements⁶¹. Par ailleurs, l'adoption de normes de financement minimum basées sur l'ABO à la suite de l'entrée en vigueur du Pensions Act de 1995 pourrait favoriser l'introduction de ces stratégies de couverture et d'immunisation, qui évitent le risque de sous-financement.

Il est toutefois un domaine dans lequel les fonds du Royaume-Uni ont activement utilisé les produits dérivés : celui des investissements internationaux. Comme l'explique Davis (1995a), les contrats à terme d'indices boursiers sont particulièrement utiles dans le cadre de l'allocation tactique des actifs, car ils facilitent les transferts rapides entre différents marchés nationaux qui seraient plus tard vendus pour acheter des actions. Les dérivés peuvent également se prêter à des mouvements stratégiques à long terme au niveau des marchés ou des titres, s'ils permettent d'effectuer ces mouvements sans que le marché se retourne contre le fonds. C'est ce qui se produit lorsque les marchés des dérivés sont plus liquides que les marchés sous-jacents (comme au Japon, à la mi-91 : à cette date, les contrats à terme en cours étaient trois fois plus nombreux que les actions quotidiennement échangées sur le marché boursier). Par ailleurs, il est possible d'ajuster temporairement le risque en achetant ou en vendant des contrats à terme d'indices boursiers sans qu'aucune transaction ait lieu sur le marché sous-jacent (stratégies de recouvrement), ce qui

⁶¹ Techniquement, l'*immunisation* consiste à établir et à conserver un portefeuille d'actifs de durée équivalente à celle des engagements, de sorte que la variation éventuelle de leurs valeurs respectives se compense. Les produits dérivés facilitent l'établissement de tels portefeuilles.

évite de perturber les portefeuilles à long terme (voir Cheetham (1990)). A l'occasion,⁶² on peut utiliser les contrats à terme pour se couvrir contre le risque de taux de change. Ces stratégies permettent de "dégrouper" la gestion du fonds en plusieurs catégories de risques : risque de change, risque du marché et risque du secteur. Enfin, les fonds de pension du Royaume-Uni peuvent investir leurs liquidités dans des produits dérivés en attendant de les investir à long terme, car les gestionnaires ont ainsi l'assurance d'avoir toujours de l'argent placé et de ne pas manquer une occasion intéressante.

7.3 *Structure du marché financier*

Le développement des fonds de pension a influencé à de nombreux égards la structure du marché financier. Leur impératif numéro un est la liquidité, c'est-à-dire la possibilité de pouvoir réaliser d'importants volumes de transactions sans que le prix n'évolue en leur défaveur⁶³, de façon anonyme et pour un coût peu élevé. La rapidité et l'efficacité des règlements constituent deux impératifs supplémentaires. Les fonds accordent peu d'importance à la rigueur des réglementations sur la protection des investisseurs, car leur pouvoir d'opposition est suffisamment fort pour qu'ils puissent défendre leurs propres intérêts contre les teneurs de marché et autres institutions financières. Toutefois, les fonds ont également la "bougeotte" et sont toujours prêts à transférer leurs opérations sur des marchés offrant de meilleures conditions. Cette caractéristique fait des services de courtage de titres un marché "contestable" (sur lequel toute rentabilité excessive est vulnérable face à de nouvelles entrées). Les marchés de gros spécialisés, qui ciblent leurs transactions et accroissent la liquidité et qui sont généralement axés sur des teneurs de marché à forte capitalisation et preneurs de position, disposés et aptes à réaliser d'importants volumes de transactions, ont dans l'ensemble bénéficié de l'activité des fonds ces dernières années. La liquidité des marchés financiers de gros peut s'accroître à la faveur de la déréglementation et de la réduction des commissions, réduction que les fonds de pension sont bien placés pour appuyer. A son tour, l'accroissement de la liquidité peut renforcer l'efficacité des marchés financiers en général, et conduire à une réduction du coût du capital.

S'agissant des marchés d'actions, à la fin des années 80 et au début des années 90, le SEAQ International de Londres a acquis un avantage par rapport à ses concurrents d'Europe continentale pour diverses raisons - réalisation des transactions en continu, capitalisation importante des teneurs de marché et absence de taxes sur les transactions de titres non britanniques. Dans un premier temps, il a remporté un succès impressionnant. Au début des années 90, le SEAQ effectuait en effet 50 % des transactions portant sur les actions françaises et italiennes, et 30 % des transactions sur les actions allemandes. 64 % des échanges d'actions trans-frontaliers mondiaux, et 95 % des échanges européens étaient réalisés par le SEAQ⁶⁴. A cette époque, son volume de transactions s'élevait à 275 000 dollars (contre 25 000 dollars à Paris et 50 000 dollars à Francfort), signe de sa liquidité. Toutefois, par définition, un marché contestable n'est pas invincible. Le SEAQ a encouragé la déréglementation et le passage de systèmes d'enchères à la crie à des cotations électroniques en continu sur les places boursières d'Europe continentale comme Paris, Madrid, Bruxelles et Milan (Pagano et Steil 1996). La compétitivité de ces marchés dans le domaine des transactions sur titres nationaux (notamment pour le compte des fonds de pension du Royaume-Uni) a été favorisée par leur avantage inhérent en matière d'informations, la libéralisation des commissions, les

⁶² Notamment lorsque les taux de change sont jugés très vulnérables, comme les monnaies de l'UE en 1992-3, voir Davis (1995*a* et *b*).

⁶³ Certains citent également l'impératif d'immédiateté, mais les avis divergent sur ce point (Schwarz et Steil 1996).

⁶⁴ Howell et Cozzini (1992). Notons cependant qu'il ne s'agit pas uniquement d'un détournement des transactions au profit du SEAQ. Celui-ci a également bénéficié de transactions nouvelles, induites par le développement des investissements internationaux de portefeuille des institutions américaines (voir c(ii) ci-dessous).

transactions par blocs de titres et les intermédiaires à fonction double. Ces évolutions ont entamé l'avantage comparatif du SEAQ puis, associées à une baisse d'enthousiasme chez les teneurs de marché londoniens à la suite de quelques grosses pertes, ont entraîné une perte de liquidité (même si le SEAQ reste recherché pour les transactions sur blocs de titre).

Toutes les places boursières traditionnelles sont confrontées à la concurrence des transactions hors marché, réalisées par le biais de systèmes de transaction propriétaires (tels que Instinet aux Etats-Unis et Tradepoint au Royaume-Uni). Ces systèmes permettent aux fonds de pension et aux courtiers d'effectuer des transactions directement et anonymement. Dans la pratique, avec ces systèmes, les institutions assurent leurs besoins en liquidité sur le marché aux enchères d'actions. La rentabilité des teneurs de marché est soumise à une pression de plus en plus forte, qui encourage les transactions sur systèmes "propriétaires". Pour l'heure, la croissance des institutions pourrait entraîner un étagement des marchés. Les marchés nationaux gouvernés par les ordres et fortement réglementés ne seraient alors conservés que pour les investisseurs "de détail" et les titres des petites entreprises.

Cette section se concentre sur les marchés d'actions, mais comme l'indique FMI (1994), des pays tels que le Royaume-Uni ont aussi essayé de moderniser l'infrastructure des marchés obligataires, dans le souci de rendre leur dette plus attrayante aux yeux des fonds de pension et d'autres investisseurs institutionnels internationaux (dans les faits, ils ont imité les pratiques américaines). Ils espèrent ainsi réduire les coûts à la faveur de la suppression du contrôle des changes (contrôle qui rend la satisfaction des besoins de financement difficile, en raison de taux d'intérêt très pénalisants). Mais les pouvoirs publics mettent aussi en place des infrastructures que peuvent utiliser les émetteurs privés. Parmi ces innovations, nous pouvons citer les enchères, les calendriers d'émissions, les instruments de financement des positions (repos par exemple), la suppression des prélèvements à la source⁶⁵, les marchés des dérivés, la personnalisation des émissions, les émissions de référence et l'amélioration des systèmes de compensation et de règlement.

7.4 *Gouvernement d'entreprise*

Grosso modo, le problème du gouvernement d'entreprise trouve son origine dans la dissociation de la propriété et du contrôle au sein des sociétés par actions. Cette séparation incite les dirigeants à se détourner des objectifs des actionnaires, sauf si des structures de compensation au niveau de l'organisation les en empêchent. Ces structures peuvent prendre la forme de mécanismes de prise de contrôle, d'un niveau d'endettement élevé, de "relationship banking" ou d'une représentation des actionnaires au conseil/aux assemblées de la société (voir Davis (1995a), et Charkham (1990)). Ces derniers temps, c'est le dernier de ces mécanismes qui a pris le dessus, notamment à cause du reflux de la vague d'OPA.

Les membres du conseil d'administration, et plus particulièrement les membres extérieurs à l'entreprise, défendent les intérêts des actionnaires en contrôlant la gestion de l'entreprise. Les actionnaires exercent leur influence en participant au choix des membres du conseil (ainsi qu'au choix de certains éléments de la politique proposés par les dirigeants ou, plus rarement, par les actionnaires eux-mêmes). A ces mécanismes peuvent s'ajouter des liens directs entre les investisseurs (tels que les fonds de pension) et les dirigeants (liens formels à l'occasion des assemblées annuelles et liens informels en d'autres occasions).

Au Royaume-Uni, la pression directe exercée par les actionnaires (et la Banque d'Angleterre) a conduit à la formation du Comité Cadbury (1992) sur le gouvernement d'entreprise, qui a été chargé

⁶⁵ Lorsque la Nouvelle-Zélande a supprimé les prélèvements à la source, la diminution immédiate du rendement des obligations a été plus que suffisante pour couvrir la perte de recettes fiscales.

d'établir un code de déontologie. Ce comité a notamment recommandé : la séparation des fonctions de directeur général et de président, la nomination d'au moins trois administrateurs extérieurs à l'entreprise indépendants, la non-dissimulation de la rémunération des membres du conseil et la limitation des mandats des membres à trois années. La National Association of Pension Funds a fait pression sur les dirigeants d'entreprise pour qu'ils acceptent les recommandations du comité Cadbury. Plus récemment, les investisseurs institutionnels se sont vigoureusement opposés à des contrats laxistes et excessivement longs, des pensions et des options sur actions qui concernaient tous des dirigeants d'entreprises et qui n'étaient pas précisément couverts par les recommandations Cadbury. Quelques affaires ont défrayé la chronique, notamment la mise à pied des présidents de Asda et Budgen en 1991 (Blake (1992)). L'affaire Maxwell a cristallisé le mécontentement à l'égard des moyens de contrôle existants. Par ailleurs, la diminution du nombre d'OPA hostiles dans le sillage de la récession du début des années 90 a provoqué un regain d'intérêt pour les moyens de contrôle directs.

Les discussions qu'a menées l'auteur avec les gestionnaires de fonds britanniques en décembre 1993 (Davis 1995a) dressent néanmoins un tableau contrasté de l'activisme des fonds de pension. Tous les gestionnaires notent qu'il est plus facile et plus économique de vendre les titres d'une société peu performante que d'être impliqué dans une "bataille juridique et médiatique". Le manque de savoir-faire et le risque d'être amené à cautionner une mauvaise gestion n'incitent pas les fonds de pension à l'activisme. La solution pourrait consister à confier les questions de gouvernement d'entreprise à des experts, mais selon certains, cette approche majorerait le coût du service des pensions. En tout état de cause, les fiduciaires ne semblent guère faire pression sur les gestionnaires pour voter pendant les assemblées générales - alors qu'aux Etats-Unis, cette élection est obligatoire. Selon certains, les recommandations Cadbury ont mis en lumière les imperfections de la structure de quelques conseils d'administration. Pour d'autres, elles sont susceptibles de détourner l'attention d'autres caractéristiques importantes des sociétés, tels que les processus d'information pour la gestion. Certains gestionnaires considèrent que l'amélioration des méthodes de rémunération des dirigeants (en fonction des bénéfices par exemple) est de nature à réduire le fossé entre propriété et contrôle. Néanmoins, on pourrait envisager de rémunérer sous forme de dividendes le temps passé par les dirigeants à redresser la gestion des petites entreprises dans lesquelles les fonds ont lourdement investi. Par ailleurs, si un fonds utilise l'indexation, il doit alors participer au gouvernement d'entreprise afin d'améliorer son rendement. Comme le signale l'un des gestionnaires interrogés, il n'est pas plus rentable d'être "actif-actif" (dans la gestion de fonds et le gouvernement d'entreprise), que d'être "passif-passif". Certains fonds insistent pour que les entreprises dans lesquelles ils ont des participations financent leurs investissements fixes à l'aide de capitaux extérieurs, afin de tester leur efficacité sur le marché, et distribuent ou utilisent leurs liquidités à d'autres fins.

7.5 *Quelques critiques à l'encontre des fonds de pension du Royaume-Uni*

Sans entrer dans les détails, nous devons signaler que les fonds de pension du Royaume-Uni et d'autres investisseurs institutionnels ont essuyé quelques critiques liées à leur comportement sur les marchés financiers.

Premier point important, les fonds de pension et autres investisseurs institutionnels ne sont pas toujours disposés à investir dans les *petites entreprises*, en raison du manque de liquidité ou de négociabilité de leurs titres, de la difficulté à diversifier le risque, des problèmes et des coûts induits par la recherche d'entreprises en l'absence de tout historique, et du plafonnement de la proportion d'un titre donné dans les portefeuilles. Les entreprises dirigées avec fermeté ne sont pas intéressantes car il est impossible de superviser le comportement de leurs dirigeants. Par ailleurs, les fonds n'ont pas toujours l'expérience requise pour fournir du capital-risque, opération qui nécessite de surveiller étroitement les clients de ce type de financement. Revell (1994) indique qu'en 1989, les fonds de pension du Royaume-Uni détenaient

32 % des grandes entreprises et seulement 26 % des plus petites. Les difficultés de financement des petites entreprises pourraient devenir un réel problème économique si, comme on le dit souvent, elle constituent la clé de la croissance économique⁶⁶. La titrisation constitue une possibilité, mais les faits montrent que la titrisation des prêts aux petites entreprises est un processus complexe, en raison de l'importance des informations spécifiques et du risque systématique élevé.

L'apport direct de capital-risque nécessite de disposer de ressources considérables. De plus, la période d'immobilisation du capital est longue, et la réalisation des rendements lente, ce qui entrave les performances. Autres inconvénients : ce type de placement manque de liquidité, et les dirigeants des petites entreprises sont difficiles à contrôler. Il est possible de faire appel à un fonds commun de placement, mais cela coûte cher. Enfin, l'utilisation de règles comptables prudentes, qui entraîne une baisse rapide de la valeur des entreprises peu performantes, constitue un problème supplémentaire, notamment dans le contexte du Pensions Act de 1995, qui établit des normes de solvabilité minimum. Les données de Investors Chronicle (1995) montrent d'ailleurs qu'en 1994, les fonds de pension du Royaume-Uni n'ont investi que 430 millions de livres en capital-risque et autres types d'actions de sociétés fermées, sur un total de 2,6 milliards de livres. D'après les chiffres, les fonds britanniques ne consacrent que 1-2 % de leurs investissements à ces actifs, contre 5-10 % aux Etats-Unis.

Le manque d'investissements dans les petites entreprises pourrait devenir préoccupant si d'autres secteurs ne prennent pas la relève des fonds de pension (c'est-à-dire si le secteur bancaire s'affaiblit ou devient monopolistique, et si les particuliers négligent la rentabilité des investissements dans les actions des PME). Ce phénomène est inquiétant au Royaume-Uni (Davis (1993b)). La désaffection à l'égard des petites entreprises risque de biaiser le marché (et l'économie) en faveur des secteurs comptant de grandes entreprises, tels que les services financiers, et risque ainsi de nuire à l'avantage comparatif de l'économie dans son ensemble. Le développement et l'amélioration des marchés des titres des petites entreprises pourraient rendre cette catégorie d'actifs plus attrayante aux yeux des fonds de pension.

Les fonds de pension peuvent contribuer à *l'instabilité des marchés financiers* en raison de la pression que fait peser l'évaluation des performances sur les gestionnaires de fonds. Ceux-ci peuvent être amenés à adopter un comportement "grégaire" en matière de stratégies de placement (voir Davis (1995c)). Les entretiens menés avec les gestionnaires de fonds du Royaume-Uni, présentés dans Davis (1988, 1995a) laissent supposer que ce comportement est fréquent sur les marchés nationaux mais aussi internationaux. Peut-être a-t-il été à l'origine de la contagion entre marchés observée aux lendemains du krach boursier de 1987 (Bertero et Mayer (1989)). Comme le notent Howell et Cozzini (1991), le développement de l'allocation mondiale des actifs en tant qu'instrument de gestion des fonds, associé à l'essor de marchés tels que les contrats à terme d'indices boursiers, ont stimulé et facilité l'augmentation massive des mouvements transfrontaliers d'actions à court terme. A l'heure actuelle, un échange d'action sur trois en Europe implique un opérateur étranger. De plus, les transactions portant sur les contrats à terme dépassent souvent largement celles portant sur les titres sous-jacents. Bien que les investisseurs qui adoptent de telles stratégies souhaitent avant tout réduire le risque, la focalisation des fonds sur un petit nombre d'instruments à effet de levier peut provoquer la déstabilisation des marchés et une forte instabilité du prix des actifs. Ces dangers ne se limitent pas aux marchés d'actions. Outre le fait que les échanges d'actions ont un effet direct sur le taux de change, les événements de la mi-1992 suggèrent que les

⁶⁶ On est en droit de penser que ce type de problème pourrait être surmonté si, à la faveur d'un traitement fiscal plus neutre des différents types d'épargne, davantage de fonds étaient canalisés par les banques et non plus par les investisseurs institutionnels. D'un autre côté, il faut éviter que les banques monopolisent les marchés des capitaux.

gestionnaires de fonds ont préféré se porter sur les monnaies au vu des rendements relatifs, et qu'ils ont été en partie responsables des tensions sur les marchés des changes.

Indépendamment du comportement grégaire des gestionnaires de fonds, Blake (1992) note que l'instabilité peut augmenter lorsque les fonds gagnent en maturité. En effet, à ce stade de la vie du fonds, les apports de capitaux - qui permettaient jusque-là de rééquilibrer le portefeuille - deviennent moins nécessaires. Par ailleurs, l'abandon partiel des actions au profit des obligations peut entraîner des modifications de portefeuille importantes et potentiellement déstabilisantes.

Néanmoins, il ne faut pas exagérer les problèmes d'instabilité. Dans le G-5, on ne constate aucune tendance systématique à l'instabilité du marché des actions à règlement mensuel sur de longues périodes, et ce malgré le développement des investisseurs institutionnels. A titre d'exemple, au Royaume-Uni et aux Etats-Unis, l'instabilité a été plus importante dans les années 70 que dans les années 80 et 90⁶⁷.

De même qu'elle entraîne une instabilité excessive, l'évaluation régulière des performances des gestionnaires de la part des administrateurs encouragerait le "*court termisme*", situation caractérisée, entre autres, par la sous-évaluation des entreprises ayant de bonnes perspectives de gains à long terme, et par la volonté des fonds de vendre leurs actions lors de batailles autour d'un rachat (dans les deux cas, pour maintenir les performances à court terme). Cette attitude décourage à son tour l'investissement à long terme ou la R&D, au profit de la distribution des dividendes, car les entreprises qui mènent des stratégies à long terme sont susceptibles d'être sous-évaluées et/ou rachetées. Si l'on se place sur le plan de la théorie de la régulation, les fonds de pension détenant peu de titres chercheront à "sortir" de situations où les rendements et les performances sont médiocres, plutôt qu'à exprimer leur mécontentement. Il en résultera une rotation rapide des titres, au détriment d'une participation financière inscrite dans le long terme.

L'existence de tels effets est avérée par certains et contestée par d'autres. Marsh (1990) note qu'en l'absence d'informations utiles pour l'évaluation, un volume de transactions excessif est susceptible de réduire les performances des gestionnaires de fonds, et que, d'autre part, les réactions aux informations pertinentes sur les perspectives à long terme des entreprises, qui génèrent elles-mêmes des transactions, sont une fonction clé des marchés. Il note également que les performances des économies britannique et américaine en matière de recherche-développement sont comparables à celles d'économies dont le système financier est dominé par les banques⁶⁸. Enfin, selon l'auteur, la bonne tenue sur les marchés boursiers des laboratoires pharmaceutiques, qui consacrent un budget considérable à la R-D et dont les délais de mise en production sont très longs, semble infirmer l'hypothèse court termiste. De fait, les marchés semblent privilégier les gains en capital par rapport aux dividendes (Levis (1989)) et d'après certaines études, l'annonce de dépenses d'investissement ou de R-D est de nature à faire grimper le prix des actions (McConnell et Muscarella (1985)). Cela étant, d'autres recherches récentes semblent confirmer l'existence d'effets court termistes au Royaume-Uni et la surévaluation des bénéfices à court terme (Miles (1993)). Quoi qu'il en soit, même si ce phénomène n'est pas avéré, le fait que les gestionnaires se comportent *comme s'il* existait risque d'avoir des répercussions économiques - comme l'admet lui-même Marsh (1990).

Beaucoup considèrent que le court termisme et l'instabilité sont autant de phénomènes qui justifient l'imposition des transactions sur les marchés des actions, des obligations et des changes. En effet, ces prélèvements réduiraient le volume des transactions. La taxe "Tobin" sur les transactions de change brutes a par exemple pour objectif de retarder la réponse des marchés des capitaux (Eichengreen, Tobin et Wyplosz (1995)). D'autres tiennent à rappeler les inconvénients bien connus de ce type de mesure (Garber

⁶⁷ Bien entendu, cette instabilité moindre peut être due à la diminution des chocs sur l'économie.

⁶⁸ C'est moins nettement le cas si l'on exclut la recherche militaire.

et Taylor (1995)). En particulier, un pays qui imposerait de telles taxes unilatéralement serait confronté à la désintermédiation. De plus, les investisseurs auraient la possibilité d'échapper à l'impôt imposé par tous les pays en réalisant des positions et des transactions séparées (notamment par le biais des produits dérivés) pour reproduire une transaction de change. Cela nécessiterait le recours à un éventail d'instruments encore plus large. De plus, une telle taxe entraînerait certainement une perte de liquidité, et comme la liquidité a des vertus stabilisatrices, elle exercerait un effet contre-productif direct sur l'instabilité.

8 Rôle des politiques publiques

L'approche spécifique adoptée par les pouvoirs publics britanniques vis-à-vis des pensions privées, ainsi que le comportement des fonds eux-mêmes, soulèvent un certain nombre de questions sur le plan des moyens d'action. Compte tenu de l'ampleur que revêt désormais ce secteur au Royaume-Uni, alors même que l'affiliation à ces fonds et leur existence ne sont pas obligatoires, la discussion de ce thème revêt un intérêt de portée internationale. Les données parlent d'elles-mêmes : la couverture atteint désormais 75 % (plans individuels compris) et les actifs des fonds (plans individuels non compris) représentent environ 70 % du PIB.

A la lumière de ces éléments, nous nous proposons de récapituler les principaux aspects du système britannique ayant trait à la sphère publique, en insistant plus particulièrement sur les caractéristiques qui présentent un intérêt général pour les organes de réglementation, les experts et les réformateurs des systèmes de retraite d'autres pays. Par commodité, nous reproduisons grosso modo le plan de ce document : sécurité sociale, rôle des pouvoirs publics dans la promotion des pensions privées, traitement fiscal, cadre réglementaire, nécessité du caractère obligatoire, et impact sur l'épargne et les marchés financiers.

Le filet que constitue la sécurité sociale est placé à un niveau relativement bas au Royaume-Uni : la pension promise par le régime de base se limite à 15-20 % des gains moyens, et le régime proportionnel aux gains qui, dès sa création, ne promettait qu'un taux de remplacement de 25 %, est actuellement sérieusement amputé. Compte tenu des problèmes démographiques auxquels le Royaume-Uni, ainsi que d'autres pays de l'OCDE, risque d'être confronté, ces mesures sont peut-être justifiées. Par ailleurs, on peut dire que l'avantage comparatif de la sécurité sociale dans l'allègement de la pauvreté est préservé par le maintien de la pension publique de base, qui fait office de filet de sécurité. Certaines caractéristiques du système de sécurité sociale du Royaume-Uni présentent un intérêt plus général. C'est le cas des crédits pour "responsabilités domestiques", accordés aux personnes qui s'occupent de dépendants afin qu'elles disposent d'un revenu suffisant dans leurs vieux jours. De toute évidence, le développement des pensions privées est encouragé par le faible niveau des prestations de sécurité sociale, indépendamment de toute autre incitation susceptible de les stimuler.

Néanmoins, on est en droit de se demander si les coupes dans le système de sécurité sociale britannique ne sont pas trop sévères. Une proportion considérable de retraités ont d'ores et déjà besoin des prestations soumises au contrôle des ressources pour conserver un niveau de vie acceptable. A cet égard, il faut rappeler que l'un des arguments justifiant ces prestations est que la population des retraités est hétérogène, et donc qu'une prestation universelle bénéficierait aussi bien à ceux qui en ont besoin qu'à ceux qui peuvent s'en passer. Compte tenu de l'amputation du SERPS, le taux de remplacement de la sécurité sociale sera probablement inférieur au début du siècle prochain qu'actuellement, même pour ceux dont tous les droits sont entièrement validés. De plus, le problème des retraites anticipées, qui impose un fardeau supplémentaire au système de retraite général, n'a pas été réellement abordé, même si l'alignement de l'âge de la retraite des femmes à 65 ans constitue un pas dans la bonne direction. Comme nous l'avons

indiqué, même si, jusqu'à présent, le phénomène des retraites anticipées a été compensé par l'accroissement du taux d'activité chez les femmes, il est peu probable que cette tendance se poursuive. Enfin, la structure des cotisations de sécurité sociale n'est absolument pas progressive.

Outre leur influence sur la sécurité sociale *per se*, les pouvoirs publics ont beaucoup fait pour *promouvoir les pensions privées* au Royaume-Uni - un objectif justifié par la nécessité de réduire les coûts futurs de sécurité sociale, à la lumière des projections démographiques. La possibilité pour les employés et les employeurs de quitter le SERPS au profit de régimes professionnels ou de plans individuels revêt une importance cruciale. Associé au faible niveau des pensions publiques, le fait que les pensions complémentaires soient accessibles à tous et pratiquement indispensables pour garantir une pension adéquate a beaucoup œuvré pour le développement des régimes de retraite préfinancés privés, *a fortiori* dans le contexte actuel d'amputation du SERPS. D'un point de vue politique plus général, la combinaison fonds de pension/sécurité sociale qui résulte de cette évolution apparaît judicieuse, eu égard aux arguments contradictoires en faveur du préfinancement et de la répartition d'une part et des régimes publics et privés d'autre part, ainsi qu'à la diversification des risques qu'assure un tel panachage (les retraités pourront compter à la fois sur l'imposition des travailleurs et sur le fait qu'ils détiennent une grande partie du stock de capital pour payer leurs pensions)⁶⁹.

Outre la possibilité de quitter le SERPS, les pouvoirs publics offrent d'autres incitations aux pensions privées. Par exemple, toutes les pensions privées bénéficient du traitement fiscal applicable aux autres valeurs mobilières. Parallèlement, la législation sur la nature des prestations et sur le financement rend l'instauration de fonds professionnels attrayante pour les entreprises et leur utilisation intéressante pour les employés. La promotion des plans individuels via des incitations supplémentaires a permis d'accroître la couverture assurée par les pensions complémentaires bien au-delà du niveau qu'atteindraient les régimes professionnels seuls. En effet, les régimes professionnels facultatifs restent concentrés sur certains groupes et secteurs (grandes entreprises, personnel syndiqué, secteur manufacturier, etc.). A cet égard, force est de constater que la couverture des fonds professionnels avait amorcé un recul *avant* l'introduction des plans individuels. Par ailleurs, la promotion des plans individuels favorise la compétitivité et incite les régimes professionnels à améliorer leurs performances.

Toutefois, la responsabilité de l'Etat dépasse le cadre de la sécurité sociale et des aspects fiscaux et réglementaires des pensions privées. Le maintien d'un environnement macro-économique stable, caractérisé par un faible taux d'inflation et une croissance économique régulière, exercerait un effet bénéfique sur le rendement des instruments du marché financier et, par conséquent, réduirait le coût du service de pensions préfinancées pour les employeurs. Il protégerait également les intérêts des personnes quittant leur employeur avant l'âge de la retraite - pour qui l'indexation garantie est limitée à 5 % - et des retraités eux-mêmes, puisque cette indexation limitée sur les prix les concernera également à partir de 1997. Pour mémoire, les performances obtenues entre 1966 et 90, lorsque l'inflation atteignait en moyenne de 9 %, sont très clairement inadéquates.

Les arguments favorables à un *traitement fiscal* préférentiel pour les fonds de pension sont convaincants au Royaume-Uni, où le principe du traitement fiscal des dépenses est appliqué de longue

⁶⁹ Il est une question primordiale que nous n'avons pas abordée dans ce document : on peut se demander si le préfinancement résoud réellement le problème du vieillissement dès lors que les fonds sont investis dans des actifs nationaux (car les pensions continuent dans ce cas d'être financées par le PIB). On peut répondre à cette question avec deux arguments. Tout d'abord, les droits de propriété constituent une base plus sûre pour la retraite que les prélèvements fiscaux. Deuxièmement, on peut en principe éviter le problème du vieillissement en investissant dans des pays dont la population est plus jeune, pratique qui commence à se répandre au Royaume-Uni.

date. Les règles fiscales en vigueur garantissent que tous les fonds sont financés au moyen de capitaux extérieurs, ce qui est bénéfique pour les marchés financiers. Ce ne serait pas le cas avec des fonds non préfinancés ou financés par les réserves. La dissociation du fonds de l'employeur (pour tous les fonds professionnels), également garantie par le traitement fiscal, protège les affiliés contre une éventuelle faillite de l'entreprise. Désormais, des formes d'épargne autres que les pensions bénéficient également du traitement fiscal des dépenses, d'où une plus grande neutralité entre les différents types d'épargne.

Néanmoins, le régime fiscal soulève un certain nombre de problèmes. Le traitement fiscal préférentiel dont bénéficie le revenu des retraités, par rapport à celui de la population en âge de travailler, ne paraît pas justifié. De plus, l'exonération des versements forfaitaires est contraire à l'application du principe du traitement fiscal des dépenses. En outre, elle est difficilement conciliable avec le besoin qu'ont les retraités d'acheter des annuités pour s'assurer un revenu adéquat en cas de longévité élevée. Les conséquences régressives des avantages fiscaux sur le plan de la répartition des revenus sont préoccupantes. A cet égard, des mesures telles que le plafonnement de l'exonération fiscale, qui évite que des travailleurs à haut revenu n'abusent des avantages fiscaux, sont parfaitement justifiées. Toutefois, l'indexation du plafonnement de l'exonération sur les prix laisse présager des distorsions. Par ailleurs, le coût des incitations aux plans individuels semble excessif par rapport aux économies qu'ils ont fait faire à la sécurité sociale (particulièrement si les personnes concernées réintègrent le SERPS après avoir atteint 40 ans).

Selon nous, le développement des pensions professionnelles doit respecter un certain équilibre entre le coût pour l'instaurateur, l'efficacité économique, l'équité et la sécurité des prestations, équilibre qui peut être atteint au moyen de *réglementations* adéquates. Tous les fonds auraient à gagner de l'adoption de règles garantissant des structures institutionnelles adéquates (administrateurs indépendants, etc.), des structures réglementaires efficaces, l'indexation des pensions, et une protection contre les pratiques frauduleuses. Pour les fonds à prestations définies, des normes de financement et des règles sur le traitement des excédents, la transférabilité et l'acquisition sont également nécessaires. La nécessité d'imposer des restrictions quantitatives de portefeuille et une assurance-prestations est plus discutable. Exception faite des règles de limitation des auto-investissements, les restrictions de portefeuille pourraient réduire les rendements et accroître les risques, et donc majorer les coûts dans des proportions non justifiées pour une règle de prudence. Par ailleurs, l'exemple des Etats-Unis montre que l'assurance-prestations peut encourager les comportements favorables au risque et donc, le cas échéant, nécessiter l'application de réglementations de portefeuille strictes et coûteuses visant à protéger l'assureur.

A la lumière de ce qui a été dit ci-dessus, nous pouvons affirmer que les règles adoptées au Royaume-Uni en matière de pensions professionnelles ont à peu près toujours garanti un équilibre adéquat entre les coûts pour l'instaurateur et la protection des bénéficiaires. Plusieurs aspects du système agissent dans ce sens : les règles de financement minimum qui, du fait qu'elles concernent uniquement la GMP, ne découragent pas les placements en actions (car elles ne pénalisent pas les déficits à court terme) ; les règles fiscales, qui autorisent le financement sur la base des prestations projetées ; les règles comptables, qui sont axées sur le revenu et non sur la valeur du marché, et donc encouragent également les placements en actions ; les règles de prudence implicites sur l'allocation des actifs (avec plafonnement des auto-investissements) ; les possibilités limitées pour les entreprises prédatrices de récupérer les excédents des fonds ; la transférabilité et l'indexation des prestations accumulées pour les employés quittant prématurément leur employeur et l'application de périodes d'acquisition de deux à cinq ans (conditions qui s'avèrent de plus en plus nécessaires face au déclin des "emplois à vie") ; et l'indépendance des fonds vis-à-vis des employeurs. Toutefois, la structure réglementaire est peu pratique, car plusieurs organismes statutaires sont conjointement responsables de la réglementation.

Le nouveau régime réglementaire prévu par le Pensions Act de 1995 et devant entrer en vigueur en 1997 comporte à la fois des avantages et des inconvénients. Il n'y aura qu'un organe de réglementation, ce qui facilitera grandement la supervision du système de retraite, mais ses pouvoirs resteront limités (il ne pourra se fier qu'aux "coups de sifflet" des conseillers professionnels et des affiliés par exemple). Les pensions compteront une part d'indexation obligatoire. La Trust Law sera légèrement modifiée (mais le principe du trust, qui fonctionne globalement bien, sera maintenu). La transparence vis-à-vis des affiliés est également une idée dont on peut se féliciter. En revanche, les règles de financement minimum et l'assurance-prestations étaient peut-être moins indispensables. Même si elles sont beaucoup moins draconiennes que dans le projet initial, les règles de financement minimum feront clairement porter l'accent sur le risque de déficit, et pourraient modifier sensiblement l'allocation des actifs (et les méthodes de couverture, via les produits dérivés). On est en droit de se demander si le coût supplémentaire induit par ces règles est bien justifié, étant donné que dans ce domaine, le système précédent fonctionnait correctement (l'affaire Maxwell résultant davantage des déficiences de la loi sur les trusts). En limitant l'application de l'assurance-prestations aux cas de fraude (les autres cas d'insolvabilité ne seront pas couverts), les législateurs espèrent éviter l'aléa de moralité parfois constaté dans pareils contextes.

Les problèmes de réglementation des fonds professionnels ne sont pas tous résolus : c'est notamment le cas du contrôle des transferts internes au sein des fonds à prestations définies. Il serait bon que les affiliés aient accès à des informations de meilleure qualité. Il faudrait également que les "circuits de transfert", qui minimisent les pertes pour les affiliés quittant prématurément leur employeur (dans les fonds à prestations définies), se développent.

De même, la réglementation des plans individuels présente encore quelques imperfections. En témoignent les nombreux plans vendus à des personnes à qui ils n'étaient pas adaptés. A l'heure actuelle, les pouvoirs publics s'efforcent d'améliorer la réglementation de ces ventes. Toutefois, les informations communiquées aux souscripteurs restent insuffisantes (même si la divulgation obligatoire des commissions constitue un progrès). Or, ces informations sont nécessaires en raison des choix complexes que doivent opérer les contractants (choix des annuités à la retraite par exemple) et de leur totale dépendance à l'égard des performances des gestionnaires de fonds. Dans une certaine mesure, les souscripteurs ont besoin de *comprendre*, et pas seulement d'être *informés*. Il est un problème auquel la réglementation ne s'est pas encore attaquée : l'inadéquation des cotisations versées sur ces plans, qui hypothèque la pension de vieillesse des souscripteurs. Il y a lieu de déterminer s'il faut obliger les employeurs à cotiser pour les plans individuels de leurs employés (selon l'auteur, ce n'est pas nécessaire s'ils proposent déjà un régime professionnel adéquat). Encore une fois, les commissions facturées aux souscripteurs de plans individuels sont très élevées, et l'on n'a toujours pas tenté de les réduire par la voie réglementaire. Une retraite anticipée peut coûter très cher lorsqu'elle implique la liquidation prématurée d'une police d'assurance sur la vie. Enfin, il faut répondre à une question sous-jacente plus générale : les plans individuels sont-ils *par nature* inadaptés aux individus peu rémunérés qui étaient précédemment affiliés au SERPS, et pour qui l'Etat a conçu les incitations au retrait du régime public dans les années 80 ?

Dans le contexte du régime fiscal et réglementaire, les gouvernements de pays tels que le Royaume-Uni sont confrontés à des choix clés qui influenceront le développement des fonds de pension. Le plus crucial est peut-être le choix *prestations définies/cotisations définies*. Ce choix nécessite la mise en balance des avantages des prestations définies en termes de sécurité du revenu (assurance supérieure) et des difficultés économiques générales qu'elles entraînent (mobilité de la main-d'œuvre, etc.). Il convient également de choisir entre deux modes de financement - réserves comptables et financement séparé.

Le gouvernement du Royaume-Uni n'a pas cherché à promouvoir activement l'un ou l'autre de ces types de régime. Laisser au marché le soin de décider semble un bon compromis. Cette neutralité est récente puisque jusqu'en 1988, les régimes conventionnés étaient à prestations définies uniquement. Les

pouvoirs publics ont par ailleurs essayé d'éliminer certains des problèmes auxquels sont confrontés les fonds à prestations définies (en garantissant une acquisition rapide des droits, des valeurs de transfert équitables sur le plan actuariel, et l'indexation des prestations accumulées), ce qui a majoré les coûts pour les entreprises instauratrices. Plusieurs mesures ont été prises pour limiter les abus des fonds professionnels à prestations définies : interdiction de l'obligation d'affiliation, possibilité de verser des cotisations supplémentaires, instauration de régimes complémentaires et promotion des plans individuels. Cela étant, les risques que présente la croissance rapide des fonds à cotisations définies pour les marchés financiers n'ont pas été pris compte. Les fonds à cotisations définies (fonds professionnels et plans individuels) offrent des conditions nettement moins intéressantes que les fonds à prestations définies en cas de retraite anticipée due à des problèmes de santé ou de décès en activité. Comme nous l'avons indiqué, de nombreuses personnes versent une cotisation minimale (la réduction de cotisation liée à l'exemption) sur leurs plans individuels, ce qui ne leur permettra pas de percevoir une pension adéquate, même si le rendement des marchés financiers est satisfaisant.

Pour l'heure, les arguments favorables à des *régimes professionnels ou des plans individuels obligatoires* n'ont pas convaincu au Royaume-Uni, contrairement au cas du Chili, de la Suisse et de la France. Le caractère prescriptif s'impose si l'on considère que les individus ne sont pas clairvoyants. Or, les faits militent pour cette interprétation (si l'on en croît le nombre de personnes accumulant des pensions individuelles manifestement inadéquates). Le caractère prescriptif éviterait également les biais dans la couverture (hommes, hauts revenus, main-d'oeuvre syndiquée, cadres, etc.) constatés avec les régimes facultatifs. De plus, il favoriserait la mobilité de la main-d'oeuvre en normalisant les conditions d'affiliation. La participation obligatoire (particulièrement pour les plans individuels) limiterait les problèmes d'antiselection qui caractérisent les marchés d'annuités libres. On peut ajouter que si les fonds étaient rendus obligatoires, les avantages fiscaux dont ils bénéficient actuellement ne seraient plus indispensables et toutes les formes d'épargne pourraient se voir appliquer le traitement fiscal des dépenses. Toutefois, le caractère prescriptif pourrait exercer une influence négative sur le secteur des entreprises, car il leur imposerait un fardeau insupportable, qui affecterait à son tour la compétitivité de l'économie sur les marchés internationaux.

Enfin, en ce qui concerne les *marchés financiers*, les faits montrent qu'au Royaume-Uni, une augmentation dans les actifs des fonds de retraite mène à une augmentation partielle de l'épargne globale. Plus important encore, les régimes à préfinancement externe accroissent l'offre de fonds à long terme et stimulent le développement des marchés financiers. S'agissant du développement et du fonctionnement des marchés financiers, les fonds de pension du Royaume-Uni ont apparemment une influence bénéfique en ce sens qu'ils encouragent l'allocation efficace des fonds, l'innovation, la liquidité et l'efficacité, tout en influençant la structure du marché. Ces effets sont stimulés par la nature des réglementations (concernant le financement extérieur notamment), les normes comptables et l'absence de réglementations détaillées en matière de portefeuille, ainsi que par la structure et le comportement du secteur de la gestion des fonds. De cette manière, le secteur des entreprises britanniques est assuré de profiter des répercussions positives du développement des régimes préfinancés sur les marchés d'actions.

Les fonds ont aussi fait l'objet de quelques critiques : ils seraient responsables de l'instabilité des marchés financiers et du "court termisme". De temps à autres, au Royaume-Uni comme ailleurs, les pouvoirs publics élaborent des mesures pour compenser ces tendances apparentes (taxes sur les transactions par exemple). Mais compte tenu de leurs effets potentiellement négatifs, elles n'ont jamais été envisagées sérieusement au Royaume-Uni. D'un point de vue économique plus général, les problèmes de financement des petites entreprises sont peut-être plus préoccupants. Le développement et l'amélioration des marchés d'actions de petites entreprises sont à envisager. D'autre part, on est en droit de se demander si la part des actions dans les portefeuilles n'est pas excessive compte tenu de la maturation croissante des fonds. Un retour aux conditions du marché qui prévalaient dans les années 70, par opposition aux

conditions très favorables des années 80, entraînerait de graves problèmes financiers pour les fonds de pension. Comme nous l'avons indiqué précédemment, la structure réglementaire du Royaume-Uni est plutôt favorable aux actions. Cette attitude convient aux instaurateurs et aux gestionnaires de fonds, qui considèrent que le financement par actions est moins coûteux (pour des investisseurs neutres vis-à-vis du risque tels que les fonds de pension, la différence de rendement des actions par rapport aux obligations est plus que suffisante pour compenser le risque inhérent à la détention d'actions). Un autre facteur explique peut-être la part élevée des actions dans le portefeuille des fonds : les administrateurs se fient aux performances des gestionnaires de fonds par rapport à l'ensemble du secteur, sans laisser les engagements influencer le choix du portefeuille. Dans une certaine mesure, les nouvelles règles de financement minimum entraîneront une diminution du portefeuille d'actions. De plus, l'investissement international contribuera à mitiger l'accroissement du risque en raison de la corrélation imparfaite des marchés.

GLOSSAIRE

ABO, Accumulated benefit obligation montant des engagements que devrait honorer un fonds de pension à prestations définies s'il devait être clôturé immédiatement.

Accumulation de prestations processus d'accumulation de droits à pension en fonction du nombre d'années de service (pour les fonds à prestations définies) ou accumulation d'actifs (pour les fonds à cotisations définies).

Hypothèses actuarielles hypothèses posées par les actuaires lorsqu'ils évaluent le niveau de préfinancement d'un fonds à prestations définies (taux de rendement escomptés, taux de mortalité, taux d'actualisation, projections du rythme auquel les employés intègrent et quittent le régime, etc.).

Equité actuarielle terme assurantiel désignant une situation dans laquelle la valeur présente escomptée des prestations (en fonction d'un ensemble donné d'hypothèses actuarielles) est égale à la valeur présente des cotisations.

Antisélection situation dans laquelle, sous l'effet d'une politique de fixation des prix donnée, la qualité moyenne des vendeurs du marché est faible, tandis que l'asymétrie des informations empêche l'acheteur de distinguer la qualité. Lorsqu'elle est particulièrement prononcée, cette situation peut conduire à la disparition du marché.

Relation d'agence contrat en vertu duquel une ou plusieurs personnes (mandants) engage(nt) une autre (l'agent) afin d'assurer un service pour son(leur) compte, ce qui implique la délégation d'une partie des prises de décision à l'agent.

Coûts d'agence coûts résultant de la divergence des intérêts de l'agent et du mandant dans une relation d'agence. Ils comprennent les coûts induits par le comportement de l'agent pour le mandant, ainsi que les dépenses dont s'acquitte le mandant (ou l'agent) pour contrôler l'agent (par exemple, frais de supervision pour le mandant et frais d'assurance pour l'agent). Dans ce document, nous mettons en évidence deux types majeurs de coût d'agence : premièrement, les coûts résultant du contrat entre débiteurs et créditeurs, parmi lesquels peuvent se trouver des fonds de pension, et deuxièmement, les coûts résultant de la relation entre les dirigeants d'une entreprise et les actionnaires (tels que les fonds de pension).

Annuité forme de contrat financier, généralement proposé par une compagnie d'assurance, garantissant le versement d'un revenu donné à intervalles réguliers, entre le départ en retraite et le décès de l'intéressé ; généralement nanti par des obligations à long terme ; peut être à taux fixe ou indexé.

Backloading caractéristique des fonds à prestations définies liés au dernier traitement, qui fait que le rythme d'accumulation des prestations devient plus rapide à l'approche de la retraite.

Point de base 1/100e de 1 pour cent.

Conventionné (régime) caractéristique de certains régimes de retraite privés du Royaume-Uni, qui leur permet de se substituer au régime complémentaire public lié aux gains.

Mécanismes de gouvernement d'entreprise mécanismes permettant aux investisseurs qui fournissent à une société un financement extérieur de s'assurer que la gestion de cette société ne va pas à l'encontre de leurs intérêts.

Couverture proportion de la population active couverte par des plans de retraite.

Risque de crédit risque que l'emprunteur ne rembourse pas les intérêts ou le principal de sa dette à la date convenue. Synonyme : risque d'arriéré.

Régime de retraite à prestations définies régime de retraite dans lequel les prestations sont définies à l'avance par l'instaurateur, indépendamment du montant des cotisations et du rendement des actifs.

Régime de retraite à cotisations définies régime de retraite dans lequel seules les cotisations sont définies, et dont les prestations dépendent uniquement du rendement des actifs du fonds.

Taux de dépendance (des personnes âgées) rapport entre la population ayant dépassé l'âge de la retraite et la population en âge de travailler ; (total) rapport entre la population ayant dépassé l'âge de la retraite ou n'ayant pas atteint l'âge de fin de scolarisation et la population en âge de travailler.

Désintermédiation réorientation dans des investissements directs des fonds habituellement canalisés par des intermédiaires. Dans un sens plus étroit, il peut s'agir d'une diminution du rôle des banques au profit d'autres intermédiaires.

Duration durée moyenne du cash flow actualisé d'un actif.

Travailleur quittant prématurément son employeur employé quittant l'entreprise avant d'avoir atteint l'âge de la retraite.

EET désigne l'exemption fiscale des cotisations et du rendement des actifs, et l'imposition des pensions ; traitement fiscal des dépenses appliqué aux fonds de pension.

Marché efficient marché sur lequel les prix reflètent continuellement et instantanément toutes les informations disponibles.

Marché émergent marché boursier d'un pays en développement.

Risque de change risque que la valeur des actifs étrangers dans la monnaie nationale varie suite à un ajustement du taux de change.

Impôt sur les dépenses impôt s'appliquant uniquement à la consommation, qui garantit l'égalité entre le taux de rendement après et avant impôt et ne fausse donc pas le choix entre consommer maintenant ou plus tard.

Gestion externe gestion du fonds assurée par une société autre que l'instaurateur.

Taux de fécondité nombre d'enfants qu'a en moyenne une femme.

Régime lié au dernier traitement/au traitement final moyen régime à prestations définies dans lequel la prestation est fondée sur le traitement à la retraite ou à l'approche de la retraite.

Régime de retraite préfinancé/capitalisé régime dans lequel les promesses de pension sont couvertes par des actifs réels ou financiers.

Portefeuille global portefeuille dans lequel la détention de chaque marché de titres est proportionnelle à son poids dans la capitalisation globale du marché. Minimise le risque si les marchés sont globalement efficients.

GMP Guaranteed Minimum Pension, au Royaume-Uni, portion d'un plan conventionné qui remplace la pension publique liée aux gains.

Goode Committee Comité chargé par le gouvernement britannique de réévaluer la loi sur les pensions aux lendemains de l'affaire Maxwell.

Couverture opération consistant à prendre une position compensatrice sur un titre, afin de réduire le risque sur un autre titre. Il peut s'agir, par exemple, de prendre une position à terme égale et inverse à une position au comptant. Une couverture parfaite élimine le risque non diversifiable/systématique.

Rendement sur la période de détention rendement d'un actif tenant compte des gains ou des pertes de capital sur une période donnée (période de détention).

Préférence pour les actifs nationaux caractéristique des portefeuilles qui comprennent plus d'actifs nationaux que n'en comporterait un portefeuille global.

IBO, Indexed benefit obligation montant des engagements d'un fonds de pension à prestations définies qui indexe les pensions de vieillesse sur les prix ou les salaires.

Immaturité dans un fonds de pension immature, il y a plus de travailleurs par retraité qu'il n'y en aura dans l'équilibre à long terme.

Immunsation opération consistant à établir et à conserver un portefeuille d'actifs de durée identique à celle des engagements, de sorte que la variation éventuelle de leurs valeurs respectives se compense.

Impôt sur le revenu (global) imposition de l'ensemble des revenus, quelle que soit leur source, qui assure la neutralité entre la consommation et l'épargne à tout moment, mais qui conduit à un taux de rendement après impôt inférieur au taux avant impôt.

Indexation (inflation) règle selon laquelle les prestations augmentent en fonction des prix ou des salaires. (portefeuille) détention de l'ensemble des titres d'un marché en fonction de leur capitalisation relative, ou détention d'un sous-ensemble dont les risques et les rendements escomptés combinés sont proches de ceux de l'indice du marché. (globale) détention d'actifs sur tous les marchés de titres en proportion de leur poids respectif dans la capitalisation globale.

Obligation indexée obligation dont le rendement est lié à un indice, tel que l'indice des prix à la consommation.

Intégration traitement de la relation entre les prestations des régimes privés et celles de la sécurité sociale.

Financement interne Financement généré au sein de l'entité emprunteuse - réserves et provisions pour amortissement.

Gestion interne gestion du fonds assurée sous les auspices de l'instaurateur.

Risque d'investissement risque lié à la détention d'actifs ; dans un fonds à cotisations définies, risque que la valeur des actifs chute brusquement juste avant le départ en retraite.

Cycle de vie structure de l'épargne, de l'emprunt et de la consommation au cours de la vie d'un individu ; l'hypothèse du cycle de vie est la suivante : l'individu emprunte au début de l'âge adulte, rembourse ses emprunts et épargne à l'âge moyen, et désépargne en fin de vie.

Actifs liquides actifs faciles à transformer en liquidités.

Teneur de marché intermédiaire sur le marché des titres qui compense les déséquilibres fluctuants de l'offre et de la demande en achetant et en vendant pour son propre compte. Ce faisant, il augmente ou diminue ses stocks (par le biais de prises de positions), au prix d'achat (demandé) ou de vente (offert) qu'il annonce.

Risque du marché risque que la valeur des titres négociables change alors que l'investisseur détient une position sur ces titres. Dans un sens plus étroit, renvoie parfois au risque systématique impossible à éliminer par diversification.

Maturité (1) durée entre l'émission d'un instrument de dette et le remboursement du principal. (2) un fonds de pension arrivé à maturité a un ratio travailleurs/retraités caractéristique de l'équilibre à long terme.

Règles de financement minimum règles garantissant le maintien d'une relation satisfaisante entre les actifs et les engagements d'un fonds à prestations définies.

Plan "Money purchase" plan à cotisations définies sur lequel l'employeur effectue des versements réguliers, équivalents à une proportion de la rémunération de l'employé. Souvent utilisé comme synonyme de plan à cotisations définies.

Aléa de moralité incitation qu'a le bénéficiaire d'un contrat à valeur fixe, dans un contexte d'informations asymétriques et de contrats incomplets, à modifier son comportement après la conclusion de l'accord, de manière à maximiser ses gains au détriment du fournisseur du contrat.

Fonds de pension professionnel terme utilisé au Royaume-Uni pour désigner les régimes d'employeur préfinancés, eu égard à la domination de ces régimes dans les (actuels et anciens) secteurs nationalisés et les administrations locales, en plus des entreprises privées.

Gestion passive détention de titres ne s'accompagnant pas d'une recherche de profit fondée sur leur transaction ; souvent associée à l'indexation des portefeuilles.

Répartition forme de régime de retraite dans laquelle les cotisations patronales et salariales sont censées servir à payer directement les pensions.

PBO, Projected benefit obligation montant des engagements d'un fonds de pension à prestations définies, partant de l'hypothèse que le fonds restera opérationnel et prévoit l'augmentation des prestations accumulées par les affiliés sur la base de leurs augmentations de salaire.

Fonds de pension actifs accumulés pour honorer les obligations de pension. Pour les régimes à cotisations définies, il s'identifie au plan (voir ci-dessous) ; pour les régimes à prestations définies, il sert à *nantir* les promesses de l'employeur définies dans le plan.

Plan de retraite contrat stipulant les droits et les obligations des affiliés et de l'instaurateur dans un régime professionnel.

Plan individuel contrat de pension individuelle à cotisations définies, généralement conclu avec une compagnie d'assurance-vie.

Risque politique risque que les promesses faites concernant le niveau des prestations de sécurité sociale soient reniées par un gouvernement futur.

Transférabilité droit pour un employé de transférer d'un employeur à l'autre les droits à pension acquis, sans perte de valeur.

Droit de préemption droit de premier refus accordé aux actionnaires en cas d'émission de nouveaux titres.

Règle de prudence obligation pour les gestionnaires de fonds d'investir comme un investisseur prudent le ferait pour son propre compte (cette règle impose, en particulier, une diversification appropriée).

Rendement réel rendement d'un actif moins l'inflation.

Taux de remplacement rapport entre la pension et les gains perçus au moment de la retraite.

Récupération tentative, de la part de l'instaurateur, de récupérer l'excédent du fonds de pension pour son propre usage.

Titrisation ce terme est souvent utilisé dans un sens étroit pour désigner le processus par lequel les instruments de la dette à intermédiation traditionnelle, tels que les prêts ou les prêts hypothécaires, sont convertis en titres négociables susceptibles d'être achetés soit par les institutions dépositaires soit par des investisseurs autres que les banques, tels que les fonds de pension. De manière plus générale, ce terme renvoie au développement des marchés d'un certain nombre d'instruments négociables, qui remplacent les prêts bancaires comme instruments d'emprunt. Utilisé dans ce sens, le terme renvoie souvent à la *désintermédiation* du système bancaire : les investisseurs et les emprunteurs court-circuitent les banques et font affaire directement, ou par l'intermédiaire d'investisseurs institutionnels tels que les fonds de pension.

SERPS State Earnings Related Pension Scheme, régime de retraite public lié aux gains du Royaume-Uni.

Risque de déficit risque que les actifs d'un fonds de pension à prestations définies ne soient pas suffisants pour couvrir les engagements.

Risque "souverain" risque associé au fait de prêter à un Etat.

Ecart différence entre le rendement de deux titres ; dans le texte, ce terme désigne souvent la différence de rendement entre les instruments risqués et les instruments sans risque. Désigne également la différence entre le prix demandé et le prix offert par un teneur de marché.

Excédent solde positif entre les actifs et les engagements dans un fonds à prestations définies.

Dépenses fiscales recettes fiscales auxquelles l'Etat renonce en exonérant une activité donnée (cotisations et rendement des actifs des fonds de pension par exemple).

Dissolution clôture d'un plan de retraite, généralement associée à une faillite ou une récupération.

Rendement total rendement sur la période de détention.

Bon du trésor dette à court terme négociable émise par l'Etat.

Trust fondement de la loi sur les pensions privées dans les pays anglo-saxons. En vertu du droit coutumier, les administrateurs des fonds sont nommés pour agir "dans le meilleur intérêt des bénéficiaires".

Systèmes de sécurité sociale de base universels systèmes qui proposent des pensions forfaitaires et visent à assurer un niveau de vie minimum à tous les retraités, et qui sont financés par des prélèvements fiscaux généraux.

Droits acquis droits à pension accumulés par un employé, qu'il change ou non d'employeur .

Période d'acquisition période durant laquelle les cotisations sont versées par et/ou pour l'employé, jusqu'à obtention des droits à pension correspondants.

Wind-up terme utilisé pour désigner la dissolution d'un fonds au Royaume-Uni et au Canada.

Rendement taux de rendement actuel d'un titre (pour un instrument non remboursable, coupon en proportion du prix du marché ; pour un titre daté, tient également compte des gains ou des pertes en capital de l'investisseur sur la période jusqu'à échéance).

REFERENCES

- Altman N (1992), "L'action réglementaire de l'Etat : pour des retraites de régimes privés équitables, décentes et assurées", in "Les régimes de retraite privés et la politique gouvernementale ", Organisation de Coopération et de Développement Economiques, Paris.
- Andrews E S (1993), "Private pensions in the United States", Série de l'OCDE sur les régimes de retraite privés et la politique gouvernementale, OCDE, Paris.
- Atkinson A B (1991), "The development of state pensions in the United Kingdom", Discussion Paper No. WPS/58, STICERD, London School of Economics.
- Baumol W J (1982), "Contestable markets, an uprising in the theory of industrial structure", American Economic Review, 72, 1-15.
- Bernheim B D et Scholz J K (1992), "Private saving and public policy", National Bureau of Economic Research Working Paper No. 4213.
- Bertero E et Mayer C (1989) "Structure and performance: global interdependence of stock markets around the crash of October 1987", Discussion Paper No 307, Centre for Economic Policy Research, Londres.
- Blake D (1990), "Financial market analysis", McGraw-Hill, Londres.
- Blake D (1992), "Issues in pension funding", Routledge, Londres.
- Blake D (1994), "Choices, trust and public policy, an analysis of pension provision in the United Kingdom", document présenté lors de la conférence sur "la privatisation des pensions", à Santiago, Chili, 26-27 janvier 1994.
- Blake D (1995), "Pension funds and pension schemes in the United Kingdom", Oxford University Press.
- Bodie Z (1990a), "Pensions as retirement income insurance", Journal of Economic Literature, Vol 28, 28-49.
- Bodie Z (1990b), "Inflation, index-linked bonds and asset allocation", Journal of Portfolio Management, hiver 1990.
- Bodie Z (1991), "Shortfall risk and pension fund asset management", Financial Analysts Journal, mai/juin 1991.
- Bodie Z, Marcus A J et Merton R C (1988), "Defined benefit vs. defined contribution plans: What are the real trade-offs?", in dir. publ. Bodie Z, Shoven J B and Wise D A, "Pensions in the US economy", University of Chicago Press.

- Bodie Z et Merton R C (1992), "Pension benefit guarantees in the United States; a functional analysis", in dir. publ. R Schmitt "The future of pensions in the United States", University of Pennsylvania Press.
- Bos E (1994), "World Population Projections 1994-95", Banque mondiale, Washington DC.
- Burgess, S. et Rees, H. (1994), "Jobs for life still available to many", Financial Times.
- Cadbury Committee (1992), "Report of the committee on the financial aspects of corporate governance", Gee and Co., Londres.
- Charkham J P (1990), "Corporate governance and the market for control of companies", Bank of England Panel Paper No.25.
- Cheetham C (1990), "Using futures in asset management", The Treasurer, septembre 1990, 14-18.
- Cohen N (1994), "Figures suggest 1m women given wrong pension advice", Financial Times.
- Cornell B et Roll R (1981), "Strategies for pairwise competitions in markets and organisations", Bell Journal of Economics, 12, 201-3.
- Coyle, D. (1993), "No end to the recession for middle managers", Investors Chronicle, 4/6/93.
- Davis E P (1986), "Portfolio behaviour of the non-financial private sectors in the major economies", Banque des règlements internationaux, Economic Paper No. 17, BRI, Bâle.
- Davis E P (1988), "Financial market activity of life insurance companies and pension funds, Banque des règlements internationaux, Economic Paper No 21, BRI, Bâle.
- Davis E P (1993a), "The UK fund management industry", The Business Economist, 24/2, 36-49.
- Davis E P (1993b), "Whither corporate banking relations?", in dir. publ. K Hughes, "The Future of UK Industrial Competitiveness", Policy Studies Institute, Londres.
- Davis E P (1993c), "Problems of banking regulation, an EC perspective", LSE Financial Markets Group Special Paper No. 54.
- Davis E P (1995a), "Pension funds, retirement-income security and capital markets, an international perspective", Oxford University Press
- Davis E P (1995b), "Debt, financial fragility and systemic risk, revised and expanded edition", Oxford University Press.
- Davis E P (1995c), "Institutional investors, unstable financial markets and monetary policy", Special Paper No. 75, LSE Financial Markets Group.
- Davis E P (1996a), "Pension Fund Investments", in B. Steil *et al* "The European Equity Markets, the State of the Union and an Agenda for the Millennium", The Royal Institute of International Affairs, Londres.

- Davis E P (1996b), "The role of institutional investors in the evolution of financial structure and behaviour", document présenté lors de la conférence sur "L'Avenir du système financier", Reserve Bank of Australia, Sydney, Australie, 8-9 juillet 1996.
- Daykin C (1995), "Occupational pension provision in the United Kingdom", in dir. publ. Z Bodie, O S Mitchell et J Turner, "Securing employer-based pensions, an international perspective", University of Pennsylvania Press.
- Dickson, T., Lorenz, C. et Kellaway, L. (1994), "Bosses find it's a snip at the top", Financial Times, 19/3/94.
- Dilnot A (1992), "Les impôts et les pensions privées : coûts et conséquences", in "Les régimes de retraite privés et la politique gouvernementale", Organisation de Coopération et de Développement Economiques, Paris.
- Dilnot A et Johnson P (1993), "The taxation of private pensions", Institute for Fiscal Studies, Londres.
- Dilnot, A, Disney R, Johnson P et Whitehouse E (1994), "Pensions policy in the UK, an economic analysis", Institute for Fiscal Studies, Londres.
- Disney R et Johnson P (1995), "The strange death of a pension scheme", Financial Times, 3.2.95.
- DSS (1995), "Social security statistics 1995", Department of Social Security.
- Eichengreen B., Tobin, J. et Wyplosz C. (1995), "Two cases for sand in the wheels of international finance", Economic Journal, 105, 162-72.
- Commission européenne (1994), "Les régimes complémentaires de retraite dans l'Union européenne", rapport du réseau d'experts de la Commission européenne sur les retraites complémentaires, Bruxelles.
- Eurostat (1995c), "Statistiques démographiques 1995", Eurostat, Luxembourg.
- Feldstein M (1978), "Do private pensions increase national savings?", Journal of Public Economics, 10, 277-93.
- Financial Times (1993), "Portillo's mini-pension", FT, 9/11/1993.
- Finch H et Keegan J (1991), "Regarding pensions; attitudes to personal pensions amongst people under the age of 45", Social and Community Planning Research, Department of Social Security.
- Frijns J et Petersen C (1992), "Financement, administration et gestion du portefeuille : la pension promise est-elle sûre ?", in "Les régimes de retraite privés et la politique gouvernementale", Organisation de Coopération et de Développement Economiques, Paris.
- Garber, P. et Taylor, M.P. (1995), "Sand in the wheels of foreign exchange markets, a sceptical note", Economic Journal, 105, 173-80.
- Giles C et Webb S (1993), "A Guide to poverty statistics", Fiscal Studies, 14, 74-97.

- Goode R (1992), "Consultation document on the law and regulation of occupational pension schemes", UK Pension Law Review Committee, Londres.
- Government Actuary (1994), "Occupational Pensions in 1991", HMSO, Londres.
- Grossman S et Stiglitz J E (1980), "On the impossibility of informationally efficient markets", *American Economic Review*, 70, 393-408.
- Hagemann R P et Nicoletti G (1989), "Ageing populations; economic effects and implications for public finance", Department of Economics and Statistics Working paper No 61, OCDE, Paris.
- Hannah L (1986), "Occupational pension funds; getting the long term answers right", Discussion Paper No. 99, Centre for Economic Policy Research.
- Howell M et Cozzini A (1991), "Games without frontiers; global equity markets in the 1990s", Salomon Bros., Londres.
- Howell M et Cozzini A (1992), "Baring Brothers' Capital Flows 1991/2 Review", Baring Brothers, Londres.
- FMI (1994), "International Capital Markets Report", Fonds monétaire international, Washington DC.
- Investors Chronicle (1995), "Private equity survey; institutional investors", *Investors Chronicle*, 20 octobre.
- Ippolito R A (1986), "Pensions, economics and public policy", Pension Research Council, Dow Jones Irwin, Homewood, Illinois.
- James E (1993), "Income security in old age; conceptual background and major issues", Working Paper No. WPS 977, Banque mondiale, Washington DC.
- Kelly A (1995), "UK Pensions Bill and Implications for Occupational Pension Schemes", *Journal of Pensions Management*, 1, 73-79.
- Levis M (1989), "Stock market anomalies; a reassessment based on UK data", *Journal of Banking and Finance*, 13, 675-96.
- Liebfriz, W, Roseveare D, Fore, D et Wurzel, E (1995), "Ageing populations, pension systems and government budgets, how do they affect saving?", OECD Economics Department Working Paper No. 156.
- Marsh P (1990), "Short-termism on trial", Institutional Fund Managers Association, Londres.
- McConnell J J et Muscarella C J (1985), "Corporate capital expenditure decisions and the market value of the firm", *Journal of Financial Economics*, 14, 399-422.
- Munnell A H et Yohn F O (1992), "What is the impact of pensions on saving?", dir. publ. Bodie Z.
- National Association of Pension Funds (1994), "Annual survey of occupational pension funds 1993", NAPF, Londres.

- Noble R (1992), "Reform of occupational pension funds", conférence dans le cadre du séminaire LSE Financial Markets Group Regulation.
- OCDE (1995), "Perspectives économiques", OCDE, Paris.
- Pagano M et Steil B (1996). "Equity trading I; the evolution of European trading systems", in dir. publ. B Steil "The European Equity Markets", Royal Institute of International Affairs, Londres.
- Phillips et Drew (1993), "Pension fund indicators, a long run perspective on pension fund investment", Phillips and Drew Fund Management Ltd. Londres.
- Revell J (1994), "Institutional investors and fund managers", Revue de la Banque, 2, 55-68.
- Riley B (1992a), "Who gets what in pensions", Financial Times, 5/92.
- Riley B (1992b), "The cost of safer pensions", Financial Times, 13/7/92.
- Schwarz R A et Steil B (1996), "Equity trading III; institutional investor trading practices and preferences", in dir. publ. B Steil "The European Equity Markets", Royal Institute of International Affairs, Londres.
- Smith A (1993), "Compensation looms over personal pensions", Financial Times, 9/12/93.
- Tamura M (1992), "Improving Japan's employee pension fund system", Noruma Research Institute Quarterly, été 1992, 66-83.
- Threadgold A (1980), "Personal saving, the impact of life insurance and pension funds", Bank of England Discussion Paper No. 1.
- Van den Noord P et Herd R (1993), "Pension liabilities in the seven major economies", Working Paper No. 142, Organisation de Coopération et de Développement Economiques, Paris.
- Vittas D (1992), "The simple(r) algebra of pension plans", miméo, Banque mondiale.
- WM (1995), "WM UK pension fund service annual review, 1994", The WM Company.
- Walford J (1993), "Personal Pensions 1994", Financial Times Business Enterprises, Londres.
- Williams T et Field J (1993), "Pension choices; a survey on personal pensions in comparison with other pension options", Research Report No. 22, Department of Social Security.
- Young H (1992), "Retraites privées et niveau de vie ?", in "Les régimes de retraite privés et la politique gouvernementale", Organisation de Coopération et de Développement Economiques, Paris.

Tableau 1.1 : Répartition par tranche d'âge de la population britannique 1960-2060

Millions	1960	1970	1980	1990	2000	2010	2020	2030	2040	2050	2060
En âge de travailler	31,0	31,9	32,5	34,4	35,2	36,0	37,5	35,8	34,4	33,8	32,5
Ayant atteint l'âge de la retraite	7,6	8,7	9,4	10,4	10,5	11,7	11,5	13,5	14,3	13,5	13,2
Taux de soutien	4,1	3,7	3,5	3,3	3,4	3,1	3,3	2,7	2,4	2,5	2,5
Rapport retraités/pop. en âge de travailler (%)	25	27	29	30	30	33	31	38	42	40	41

Source : Government Actuary, cité par Dilnot *et al.* (1994)

Tableau 1.2 : Répartition par tranche d'âge de la population dans quelques pays de l'OCDE 1960-2030

Population de 65 ans et plus en % des 15-65 ans	1960	1990	2000	2010	2020	2030
RU	17,9	24,0	24,4	25,8	31,2	38,7
Allemagne	16,0	21,7	23,8	30,3	35,4	49,2
Pays-Bas	14,7	19,1	20,8	24,2	33,9	45,1
Suède	17,8	27,6	26,9	29,1	35,6	39,4
Danemark	16,5	22,7	21,6	24,9	31,7	37,7
Suisse	15,5	22,0	23,6	29,4	37,8	48,6
France	18,8	20,8	23,6	24,6	32,3	39,1
Etats-Unis	15,4	19,1	19,0	20,4	27,6	36,8
Japon	9,5	17,1	24,3	33,0	43,0	44,5
Canada	13,0	16,7	18,2	20,4	28,4	39,1
Australie	13,9	16,0	16,7	18,6	25,1	33,0
Italie	13,3	21,6	26,5	31,2	37,5	48,3

Source : Bos *et al.* (1994)

**Tableau 1.3 : Niveau et structure du revenu des retraités
(£ par semaine, prix de 1993)**

	1979	1993	variation en %
Revenu brut	113	170	50
dont :			
Prestations	69(61 %)	90(55 %)	30
Pension professionnelle	18(16 %)	42(25 %)	133
Revenu des placements	12(11 %)	27(16 %)	125
Gains	13(12 %)	9(6 %)	-30
Autres	1(1 %)	1(1 %)	0
Revenu net (logement non déduit)			
Moyen	98	149	52
Médian	69	99	43
Revenu net (logement déduit)			
Moyen	84	132	57
Médian	55	82	49

Source : DSS (1995).

**Tableau 1.4 : Distribution du revenu des retraités en 1993
(£ par semaine, prix de 1993)**

Quintile	Coût du logement non déduit		Coût du logement déduit	
	Revenu médian	Croissance depuis 1979 (%)	Revenu médian	Croissance depuis 1979 (%)
1	67	24	54	21
2	86	36	62	25
3	99	42	82	50
4	142	65	126	82
5	262	59	250	72

Source : DSS (1995).

Tableau 2.1 : Actifs du secteur des fonds de pension professionnels

	Valeur totale en milliards £	Valeur en prix de 1992	% du PIB
1963	4,5	45,4	14,4
1968	8,1	66,3	18,2
1973	12,2	68,1	16,2
1978	35,4	95,0	20,8
1983	111,4	178,1	36,1
1988	267,4	336,7	56,2
1990	302,7	323,7	54,8
1991	343,7	352,5	59,8
1992	382,0	382,0	63,5
1993	481,0	472,0	76,0
1994	451,0	434,0	67,0

Source : Philips et Drew (1993), Financial Statistics

Tableau 2.2 : Affiliation aux fonds de pension professionnels, plusieurs années (en millions)

Année	Secteur privé		Secteur public		Total	Total	% des travailleurs qui sont affiliés		
	Hommes	Femmes	Hommes	Femmes	Affiliés	Travail-leurs	Hommes	Femmes	Total
1936	1,3	0,3	0,8	0,2	2,6	-	-	-	-
1953	2,5	0,6	2,4	0,7	6,2	21,9	34	18	28
1967	6,8	1,3	3,1	1,0	12,2	23,2	66	28	53
1979	4,6	1,5	3,7	1,8	11,6	23,4	62	35	50
1987	4,4	1,4	2,8	2,0	10,6	21,6	60	35	49
1991	4,5	2,0	2,3	1,9	10,7	22,5	57	37	48

Source : Government Actuary (1994), Blake (1995)

Tableau 2.3 : Couverture des régimes professionnels 1991 (en %)

Secteur	Hommes	Femmes	Total	Nombre total de travailleurs (millions)	Nombre total d'affiliés (millions)
Secteur privé	48	27	39	16,7	6,5
Secteur public, dont	83	61	71	5,5	3,9
Entreprises publiques (1)	90	75	86	0,7	0,6
Administration centrale (2)	100	68	79	1,9	1,5
Administrations locales (3)	73	55	63	2,9	1,8
Total civils	56	37	47	22,2	10,4
Forces armées	100	-	100	0,3	0,3
Total	57	37	48	22,5	10,7

La couverture totale dans les secteurs nationalisés est de 90 %, et dans les autres entreprises publiques de 70 % ; (2) La couverture totale dans les forces armées est de 97 %, dans la fonction publique de 94 % et dans la santé (à l'exclusion des trusts du NHS) de 66 % ; (3) La couverture totale des universitaires et des enseignants est de 79 %, celle des policiers et des pompiers de 100 %, et celle des autres employés dépendant des administrations locales de 56 %.

Source : Government Actuary (1994)

Tableau 2.4 : Les fonds de pension professionnels du secteur privé, classés par type et par taille

Type de régime et nombre d'affiliés	Conventionnés		Non conventionnés		Total	
	Régimes	Affiliés	Régimes	Affiliés	Régimes	Affiliés
Prestations définies						
1-99	18500	390	14800	145	32300	535
100-4999	4190	2015	620	265	4810	2280
5000 et plus	170	2635	5	150	175	2785
Total	22860	5040	14425	560	37285	5600
Cotisations définies						
1-99	18100	235	72900	380	90000	615
100-499	430	140	277	70	707	210
5000 et plus	6	55	2	20	8	75
Total	17536	430	73179	470	90715	900
Total des deux types	40396	5470	87604	1030	128000	6500
Prestations définies du secteur public	180	4200	-	-	180	4200
Total général	40576	9670	87604	1030	128180	10700

Source : Government Actuary (1994)

Tableau 2.5 : Fonds de pension professionnels en gestion propre du secteur privé, en fonction du montant des actifs, 1991

Valeur boursière des actifs (millions £)	Régimes	Affiliés (000)	Valeur totale des actifs (milliards £)
< 1	24300	340	8
1-10	8000	830	23
10-50	2080	1020	49
50-100	260	390	18
100-250	185	610	30
250-500	90	660	30
500-1000	50	590	34
1000 et plus	35	1360	108
Total	35000	5800	300

Source : Government Actuary (1994)

Table 2.6 : Couverture des régimes de retraite pour les employés à temps plein et à temps partiel (%)

Secteur	Hommes		Femmes		Total	
	Temps plein	Temps partiel	Temps plein	Temps partiel	Temps plein	Temps partiel
Emplois civils						
Secteur privé	50	7	37	14	46	13
Secteur public	88	25	95	23	91	23
Total civils	58	13	54	17	57	16
Forces armées	97	-	97	-	97	-
Total employés	59	13	54	17	57	16
Mémo : nombre d'employés (millions)	11380	650	5840	4650	17220	5300

Source : Government Actuary (1994)

Tableau 2.7 : Régimes de retraite professionnels, couverture par âge en 1991 (%)

Tranche d'âge	Hommes	Femmes	Total
16-19	16	11	13
20-24	37	33	35
25-29	53	43	49
30-34	62	41	53
35-39	64	38	52
40-44	68	42	55
45-49	69	41	55
50-54	72	43	58
55-59	67	42	56
60-64	60	26	48
65 et plus	11	0	7
Tous	57	37	48

Source : Government Actuary (1994)

Tableau 2.8 : Conditions d'éligibilité (milliers d'affiliés)

	Secteur privé	Secteur public	Total
Service requis avant adhésion :			
Aucun	4500 (69 %)	4080 (97 %)	8580 (80 %)
moins d'un an	750 (12 %)	-	750 (7 %)
plus d'un an	680 (10 %)	-	680 (6 %)
varie selon la catégorie de personnel	190 (3 %)	-	190 (2 %)
à la discrétion du fonds	110 (2 %)	-	110 (1 %)
fermé aux nouveaux employés	270 (4 %)	110 (3 %)	390 (4 %)
Age minimum :			
16 (ou pas de limite d'âge)	2590 (40 %)	3440 (82 %)	6030 (56 %)
18	1260 (19 %)	630 (10 %)	1890 (18 %)
20	750 (12 %)	10 (1 %)	760 (7 %)
21	870 (13 %)	-	870 (8 %)
24	100 (2 %)	-	100 (1 %)
25 et plus	340 (5 %)	-	340 (3 %)
à la discrétion du fonds	320 (5 %)	-	320 (3 %)
fermé aux nouveaux employés	270 (4 %)	120 (2 %)	390 (4 %)
Nombre d'heures minimum pour les employés à temps partiel :			
pas de minimum	2700 (42 %)	820 (20 %)	3520 (33 %)
9-15 heures	460 (7 %)	1870 (45 %)	2330 (22 %)
16-20 heures	1090 (17 %)	910 (22 %)	2000 (19 %)
21-25 heures	210 (3 %)		210 (2 %)
26 heures ou plus	180 (3 %)		180 (2 %)
varie selon la catégorie de personnel	40 (1 %)		40 (1 %)
exclusion des employés à temps partiel	1060 (16 %)		1060 (10 %)
employeur n'a pas d'employés à temps partiel	490 (8 %)	480 (11 %)	970 (9 %)
fermé aux nouveaux employés	270 (4 %)	120 (3 %)	390 (4 %)
Totaux	6500	4200	10700

Source : Government Actuary (1994)

Tableau 2.9 : Nombre de pensions servies, plusieurs années (en millions)

Année	Secteur privé		Secteur public		Total
	Anciens employés	Veuves et personnes à charge	Anciens employés	Veuves et personnes à charge	
1938	0,1	-	0,1	-	0,2
1953	0,2	-	0,6	0,1	0,9
1967	0,8	0,2	1,1	0,2	2,3
1979	1,2	0,2	1,8	0,5	3,7
1987	2,3	0,6	2,4	0,7	6,0
1991	3,0	0,8	2,5	0,7	7,0

Source : Government Actuary (1994), Blake (1995)

Tableau 2.10 : Nombre de pensions servies en 1991 (en millions)

Secteur	Anciens employés		Veuves et personnes à charge	Total
	Hommes	Femmes		
Secteur privé	2,15	0,85	0,80	3,80
Secteur public, dont	1,65	0,85	0,7	3,2
Entreprises publiques	0,45	0,05	0,25	0,75
Administration centrale	0,6	0,4	0,25	1,25
Administrations locales	0,6	0,4	0,2	1,2
Total	3,8	1,7	1,5	7,0

Source : Government Actuary (1994)

Tableau 2.11 : Bénéficiaires de pensions professionnelles, classés par âge, en 1991 (%)

Tranche d'âge	Hommes	Femmes	Total	Mémo : population (000)	Mémo : retraités (000)
16-44	0	0	0	24570	30
45-54	5	2	4	6590	240
55-59	19	11	15	2910	440
60-64	40	26	33	2890	940
65-69	71	27	48	2790	1330
70-74	70	19	41	2280	940
75-79	70	12	33	1870	650
80 et plus	56	11	24	2170	530

Source : Government Actuary (1994)

Tableau 2.12 : Couverture des plans individuels (%)

Tranche d'âge	Hommes	Femmes
16-19	13	12
20-24	44	41
25-29	46	38
30-34	41	27
35-39	36	21
40-44	28	11
45-49	22	3
50-54	3	1
55 et plus	1	0

Source : Dilnot *et al.* (1994)

Tableau 4.1 : Principales réglementations en vigueur concernant les engagements et les actifs

Portfeuille	Financement	Propriété des excédents
Règle de prudence ; auto-investissement limité à 5 %, concentration limitée pour les régimes à prestations définies	Surfinancement maximum de 5 % de la PBO ou de l'IBO. Préfinancement obligatoire uniquement pour la partie substituée à la sécurité sociale	Suspension des cotisations autorisée. Impôt sur les récupérations d'actifs. En cas de liquidation, l'excédent doit en priorité servir à l'indexation des prestations.
Assurance	Indexation des prestations	Transférabilité
Pas d'assurance, mais l'Etat verse une pension minimum si le fonds de pension ne paie pas.	Discrétionnaire	Période d'acquisition de 2 ans. Indexation des prestations accumulées à hauteur de 5 %. Transferts possibles vers d'autres régimes de retraite.

Source : Davis (1995a)

Table 4.2: Principales réglementations concernant les engagements et les actifs, lorsque les clauses du Pension Act de 1995 seront entrées en vigueur

Portfeuille	Financement	Propriété des excédents
Règle de prudence ; auto-investissement limité à 5 %, concentration limitée pour les régimes à prestations définies	Surfinancement maximum de 5 % de la PBO ou de l'IBO. Règle de financement minimum sur la base de l'ABO pour un régime durable	Suspension des cotisations autorisée. Impôt sur les récupérations d'actifs. En cas de liquidation, les excédents doivent servir en priorité à l'indexation des prestations.
Assurance	Indexation des prestations	Transférabilité
Assurance mutuelle contre les pertes dues à des manoeuvres frauduleuses.	Obligatoire jusqu'à 5 %.	Période d'acquisition de 2 ans. Indexation des prestations accumulées à hauteur de 5 %. Transferts possibles vers d'autres régimes de retraite.

Source : Kelly (1995)

Tableau 5.1 : Comparaison de la pension initiale, payable sous forme d'annuités

"level annuity" d'un homme de 65 ans =100	Homme, 65 ans	Couple, 65 et 63 ans
level annuity	100	77
escalating annuity, croissance de 5 %	65	49
index linked annuity	62	45
unit linked annuity	47	31
unit linked annuity, croissance de 10 %	96	79
with profits annuity, prime de 3,5 %	47	31
with profits annuity, prime de 6,5 %	96	79

Source : Blake (1995)

Tableau 5.2 : Augmentation des pensions servies en 1991 par les fonds professionnels à prestations définies

Montant de l'augmentation promise	Secteur privé	Secteur public	Total
Augmentation fixe de :			
5 % ou plus	100 (3 %)	-	100 (2 %)
4 %-4,99 %	70 (2 %)	-	70 (1 %)
3 %-3,99 %	440 (13 %)	-	440 (7 %)
Moins de 3 %	90 (3 %)	-	90 (1 %)
% de l'IPC	30 (1 %)	-	30 (1 %)
Indexation totale sur l'IPC	460 (14 %)	2830 (88 %)	3290 (50 %)
Indexation sur l'IPC plafonnée à 5 %	1220 (36 %)	100 (3 %)	1320 (20 %)
Autres	390 (11 %)	270 (8 %)	660 (10 %)
Aucune	600 (18 %)	-	600 (9 %)
Total	3400	3200	6600

Source : Government Actuary (1994)

Tableau 5.3 : Part des cotisations salariales dans les fonds professionnels du secteur privé

Proportion payée par les employés	Nombre d'affiliés	% du total
n.c.	190	3
néant	990	15
1-9 %	200	3
10-19 %	310	5
20-29 %	960	15
30-39 %	1340	21
40-49 %	540	8
50-99 %	1310	20
100 %	660	10
Totaux	6500	100

Source : Government Actuary (1994)

Tableau 5.4 : Taux de cotisation pour les régimes professionnels, 1991

% du traitement	Secteur privé		Secteur public	
	régimes conventionnés	régimes non conventionnés	Tous	Total
Prestations définies				
< 3 %	170 (3 %)	30 (5 %)	650 (15 %)	850 (9 %)
3 % et < 5 %	1005 (20 %)	145 (26 %)	5 (0,1 %)	1145 (12 %)
5 % et < 7 %	2815 (56 %)	155 (28 %)	3045 (59 %)	6015 (61 %)
> 7 %	105 (2 %)	35 (6 %)	210 (5 %)	350 (4 %)
Pourcentage total payant	4095 (81 %)	355 (63 %)	3910 (93 %)	8360 (85 %)
Ne cotisent pas	945 (19 %)	205 (37 %)	290 (7 %)	1440 (15 %)
Total	5040	560	4200	9800
Cotisations définies				
<3 %	65 (15 %)	85 (18 %)		150 (17 %)
3 % et < 5 %	85 (20 %)	110 (23 %)		195 (22 %)
5 % et < 7 %	60 (14 %)	70 (15 %)		130 (14 %)
> 7 %	20 (5 %)	10 (2 %)		30 (3 %)
réduction de cotisation salariale liée à l'exemption	170 (40 %)	-		170 (19 %)
Pourcentage total payant	400 (93 %)	275 (59 %)		675 (75 %)
Ne cotisent pas	30 (7 %)	195 (41 %)		225 (25 %)
Total	430	470		900

Source : Government Actuary (1994)

Tableau 5.5 : Cotisations aux fonds professionnels, en % du PIB, plusieurs années

	Cotisations patronales	Cotisations salariales	Total
1971	1,75	0,64	2,39
1975	2,5	0,82	3,32
1980	2,72	0,86	3,58
1985	2,43	1,0	3,43
1990	1,68	1,2	2,88
1992	1,22	1,24	2,46

Source : National Income and Expenditure

Tableau 5.6 : Coûts administratifs des fonds de pension professionnels, 1991

Membres :	1-11	12-99	100-999	1 000-4 999	5000-9 999	10 000 et plus	Toutes tailles
Coûts administratifs (mn £)	421	199	202	206	157	71	153
% du revenu	8,8	2,6	4,1	4,3	3,1	1,4	2,9
% des actifs	1,1	0,3	0,5	0,4	0,3	0,1	0,3

Source : Government Actuary (1994)

Tableau 6.1 : Composition du portefeuille des fonds de pension du Royaume-Uni (% des actifs)

	1970	1975	1980	1985	1990	1993	1994
Actifs à court terme	4	8	5	4	7	3	4
dont :							
Titres du marché monétaire	2	5	3	1	1	1	2
Dépôts	2	3	2	3	6	2	2
Obligations britanniques	32	24	24	20	14	10	11
dont :							
bons du Trésor	18	18	22	18	11	7	9
obligations de société	14	6	2	2	3	3	2
Actions britanniques	47	45	43	47	45	53	52
Prêts et crédits hypothécaires	0	0	0	1	0	1	0
Biens immo.	10	15	18	10	9	5	5
Avoirs à l'étranger	2	5	9	15	18	20	18

Source : Davis (1995a), Financial Statistics

Tableau 6.2 : Caractéristiques des rendements réels totaux au Royaume-Uni, 1967-90

Moyenne (écart-type) du rendement réel total/sur la période de détention (en sterling)

%	Moyenne	Ecart-type		Moyenne	Ecart-type
Prêts	1,4	(5,0)	Obligations étrangères	-0,1	(15,0)
Crédits hyp.	2,0	(5,2)	Actions étrangères	7,0	(16,2)
Actions	8,1	(20,3)	Pour mémoire		
Obligations	-0,5	(13,0)	Inflation (IPC)	8,9	(5,3)
Actifs à court terme	1,7	(4,9)	Rendement des bons du Trésor	1,9	(4,3)
Biens immobiliers	6,7	(11,4)	Croissance réelle des gains	2,6	(2,5)

Source : Davis (1995a)

Tableau 6.3 : Portefeuille des fonds de grande et de petite taille au Royaume-Uni, 1994

	Grands fonds (WM 50)	Petits fonds (WM 2000)
Actifs à court terme	4,1	3,3
Obligations RU	11,1	7,6
dont :		
Traditionnelles	6,5	5,0
Indexées sur l'IPC	4,6	2,6
Actions RU	52,0	57,6
Biens immobiliers	8,6	3,3
Actions étrangères	21,5	23,7
Obligations étrangères	2,7	4,6

Source : WM (1995) ; les 50 fonds les plus importants représentent la moitié des actifs (313,5 milliards de livres) dans l'échantillon des fonds de pension britanniques utilisé par WM. 2 000 fonds de moindre envergure se partagent l'autre moitié.

Tableau 6.4 : Rendement du portefeuille des fonds de pension, 1967-90

Moyenne (écart-type) des rendements totaux réels annuels (monnaie nationale)

	E.U.		R.U.		Allemagne		Japon	
Rendement sur la période de détention des obligations (tous pays) et des crédits hyp. à taux fixe (EU)	2,2	(11,9)	5,8	(12,5)	5,1	(4,4)	4,0	(9,4)
Gains moyens	0,2	(2,1)	2,6	(2,5)	4,0	(3,1)	4,2	(4,2)
Rendement du portefeuille moins gains moyens	2,0		3,2		1,1		-0,2	
Pour mémoire : Rendement actuariel des instruments à taux fixe	3,9	(7,6)	6,3	(10,7)	5,5	(3,0)	2,9	(5,7)

Source : Davis (1995a)

Tableau 6.5 : Taux de remplacement ciblés avec pensions indexées

%	Indexation des pensions sur les prix	Indexation des pensions sur les salaires
Etats-Unis	37	37
Royaume-Uni	60	50
Allemagne	39	27
Japon	29	20

Source : Davis (1995a)

Tableau 6.6 : Rendement réel des fonds de pension du Royaume-Uni sur des sous-périodes (rendement des obligations sur la période de détention)

	1966-70	1971-75	1976-80	1981-5	1986-90	Pour mémoire : moyenne
Rendement réel	4,2	-2,8	4,9	12,4	10,1	5,8
Ecart-type	(11,5)	(19,4)	(5,2)	(7,3)	(12,7)	(12,5)

Source : Davis (1995a)

Tableau 6.7 : Fonds de pension du Royaume-Uni : rendement à long terme des actions par rapport à des indices de référence ⁽¹⁾, 1981/92

Points de pourcentage	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	moy.
E.U.	-3,5	-4,2	-4,1	-8,3	-2,7	-3,0	-3,7	-3,4	-0,5	-1,0	-1,8	-0,3	-3,0
Japon	8,5	6,9	9,3	-15,4	-8,7	-1,1	-13,6	-8,9	5,3	7,9	-1,3	2,9	-0,7
Europe continentale	-6,8	5,7	0,8	-5,3	-4,6	-4,0	-3,0	-0,4	1,7	2,1	-1,3	1,3	-1,2
Monde	-3,8	-3,6	1,9	-8,5	-1,9	-2,6	-10,1	-5,8	6,7	8,2	-2,3	2,5	-1,6
R.U.	0,5	1,2	-0,5	-1,6	-0,5	-1,2	-0,8	-1,0	-0,1	-0,1	-0,6	0,3	-0,3

(1) Avant 1987, indices locaux pour les Etats-Unis et le Japon, MSCI pour l'Europe. Après 1987, indices FT-A.

Source : WM

Tableau 6.8 : Fonds de pension du Royaume-Uni : performances et volume de transactions en fonction de la méthode de gestion, 1986-90

	Rendements annuels nominaux (%)	Activité (1)
En partie interne/externe	10,9	118 %
2 gestionnaires ou plus	10,6	119 %
Conglomérats financiers	10,8	106 %
Géré par compagnie d'assurance-vie	11,2	96 %
Gestion et investissement dissociés au niveau de compagnie d'assurance-vie	10,4	117 %
Gestionnaires indépendants	10,6	118 %

(1) L'activité est l'élément du volume de transactions en excédent des investissements nets d'argent frais, en pourcentage des actifs.

Source : WM

POLITIQUE DU MARCHÉ DU TRAVAIL ET POLITIQUE SOCIALE DOCUMENT HORS SÉRIE

(Certains documents sont disponibles sur internet: <http://www.oecd.org/els/papers/papers.htm>
Des copies papiers sont disponibles gratuitement)

- No. 1 AN ECONOMIC FRAMEWORK FOR THE EVALUATION OF CHILD CARE POLICY (1990)
(Donald Verry)
- No. 1 *UN CADRE ECONOMIQUE POUR L'EVALUATION DES POLITIQUES DE GARDE
D'ENFANT (1990) (Donald Verry)*
- No. 2 HEALTH AND PENSION REFORM IN JAPAN (1990)
- No. 3 *WRONGFUL TERMINATION LITIGATION IN THE UNITED STATES AND ITS EFFECT ON
THE EMPLOYMENT RELATIONSHIP (1990) (Susan R. Mendelsohn)*
- No. 4 *STATISTICS OF ANNUAL EARNINGS IN OECD COUNTRIES (1990) (David Grubb)*
- No. 5 *WAGE DIFFERENTIALS, ENTRY AND THE JOB GENERATION PROCESS IN GERMANY
(1990) (Tito Boeri)*
- No. 6 *EQUAL PAY FOR WORK OF COMPARABLE WORTH: The Experience of Industrialised
Countries (1991)*
- No. 6 *SALAIRE ÉGAL POUR UN TRAVAIL DE VALEUR COMPARABLE : L'expérience des pays
industrialisés (1991)*
- No. 7 THE LONG-TERM UNEMPLOYED AND MEASURES TO ASSIST THEM (1992)
- No. 8 *EMPLOYMENT POLICIES FOR PEOPLE WITH DISABILITIES: Report by an Evaluation Panel
(1992)*
- No. 9 FROM LABOUR SHORTAGE TO LABOUR SHEDDING: Labour Markets in Central and
Eastern Europe (1992) (Tito Boeri and Mark Keese)
- No. 10 *PROJECTING THE OCCUPATIONAL STRUCTURE OF EMPLOYMENT IN OECD
COUNTRIES: (1993) (Gerald Hughes)*
- No. 11 *PREVENTING AND RESOLVING INDUSTRIAL CONFLICT: Final Report (1993)*
- No. 11 *PREVENTION ET REGLEMENT DES CONFLITS DU TRAVAIL: Rapport Final (1993)*
- No. 12 *BREADWINNERS OR CHILD REARERS: THE DILEMMA FOR LONE MOTHERS (1993)*
- No. 13 *THE OECD-EUROSTAT COMPENDIUM OF SOURCES OF EARNINGS STATISTICS (1994)*
- No. 14 *MEASUREMENT OF LOW INCOMES AND POVERTY IN A PERSPECTIVE OF
INTERNATIONAL COMPARISONS (1994) (Michael F. Förster)*

- No. 15 *ACTIVE LABOUR MARKET POLICY AND UNEMPLOYMENT: A FRAMEWORK FOR THE ANALYSIS OF CRUCIAL DESIGN FEATURES* (1994) (Lars Calmfors)
- No. 16 *SOCIAL PROTECTION FOR DEPENDENT ELDERLY PEOPLE: PERSPECTIVES FROM A REVIEW OF OECD COUNTRIES* (1995) (Patrick Hennessy)
- No. 17 *SOCIAL EXPENDITURE STATISTICS OF OECD MEMBERS COUNTRIES*, Provisional Version (1996)
- No. 18 *ENHANCING THE EFFECTIVENESS OF ACTIVE LABOUR MARKET POLICIES: EVIDENCE FROM PROGRAMME EVALUATIONS IN OECD COUNTRIES* (1996) (Robert G. Fay)
- No. 19 *NET PUBLIC SOCIAL EXPENDITURE* (1996) (Willem Adema, Marcel Einerhand, Bengt Eklind, J3rgen Lotz and Mark Pearson)

***Liste des destinataires des documents hors série
sur la politique du marché du travail et la politique sociale***

Veillez ajouter le nom suivant à la liste des destinataires :
(en majuscules)

Nom -----

Organisation -----

Adresse -----

Pays -----

Merci de renvoyer ce formulaire à :

Documents hors série sur la politique du marché du travail et la politique sociale
Direction de l'éducation, de l'emploi, du travail et des affaires sociales
OCDE, 2, rue André-Pascal, 75775 PARIS CEDEX 16, FRANCE

PUBLICATIONS DE L'OCDE ÉGALEMENT DISPONIBLES

(Liste sélective)

SÉRIE "OCDE : ÉTUDES DE POLITIQUE SOCIALE"

- No. 3 *LES CONDITIONS DE VIE DANS LES PAYS DE L'OCDE : recueil d'indicateurs sociaux* (1986)
(81 85 04 2) ISBN 92-64-22734-2, 172 p.
- No. 5 *LA RÉFORME DES RÉGIMES PUBLICS DE PENSIONS* (1988)
(81 88 04 2) ISBN 92-64-23123-4, 170 p.
- No. 6 *L'AVENIR DE LA PROTECTION SOCIALE* (1988)
(81 88 03 2) ISBN 92-64-23152-8, 66 p.
- No. 7 *LES SYSTÈMES DE SANTÉ : À la recherche d'efficacité* (1990)
(81 89 04 2) ISBN 92-64-23310-5, 230 p.
- No. 8 *LES FAMILLES MONOPARENTALES : Les enjeux économiques* (1990)
(81 89 04 2) ISBN 92-64-23303-2, 284 p.
- No. 9 *LES RÉGIMES DE RETRAITE PRIVÉS ET LA POLITIQUE GOUVERNEMENTALE* (1993)
(81 92 06 2) ISBN 92-64-23790-9, 158 p.
- No. 10 *LES RÉGIMES DE RETRAITE PRIVÉS DANS LES PAYS DE L'OCDE : Etats-Unis* (1993)
(81 93 01 2) ISBN 92-64-23802-6, 100 p.
- No. 11 *LES RÉGIMES DE RETRAITE PRIVÉS DANS LES PAYS DE L'OCDE : Nouvelle-Zélande* (1993)
(81 93 02 2) ISBN 92-64-23803-4, 96 p.
- No. 12 *LES NOUVELLES ORIENTATIONS POUR LA POLITIQUE SOCIALE*
(81 94 02 2) ISBN 92-64-24056-X, 133 p.
- No. 13 *LES RÉGIMES DE RETRAITE PRIVÉS DANS LES PAYS DE L'OCDE : Irlande* (1994)
(81 94 04 2) ISBN 92-64-24077-2, 106 p.
- No. 14 *PROTÉGER LES PERSONNES AGÉES DÉPENDANTES : Nouvelles orientations* (1994)
(81 94 06 2) ISBN 92-64-24160-4, 156 p.
- No. 15 *LES RÉGIMES DE RETRAITE PRIVÉS DANS LES PAYS DE L'OCDE : Canada* (1995)
(81 95 02 2) ISBN 92-64-24333-X, 70 p.
- No. 16 *LA TRANSITION DE L'EMPLOI À LA RETRAITE* (1995)
(81 95 08 2) ISBN 92-64-24555-3, 146 p.
- No. 17 *LES TRAVAILLEURS AGÉS ET LE MARCHÉ DU TRAVAIL* (1995)
(81 95 10 2) ISBN 92-64-24585-5, 344 p.

- No. 18 *LA DISTRIBUTION DES REVENUS DANS LES PAYS DE L'OCDE (1995)*
(81 95 06 2) ISBN 92-64-24577-4, 174 p.
- No. 19 *PROTÉGER LES PERSONNES AGÉES DÉPENDANTES : Des politiques en mutations (1996)*
(81 96 06 2) ISBN 92-64-24892-7, 344 p.
- No. 20 *LE VIEILLISSEMENT DANS LES PAYS DE L'OCDE : Un défi fondamental pour la politique (1996)*
(81 96 10 2) ISBN 92-64-25318-1, 126 p.

L'EMPLOI

LA FLÉXIBILITÉ DU MARCHÉ DU TRAVAIL : Nouvelles tendances dans l'entreprise (1989)
(81 89 03 2) ISBN 92-64-23286-9, 80 p.

LE MARCHÉ DU TRAVAIL : QUELLES POLITIQUES POUR LES ANNÉES 90 (1990)
(81 90 01 2) ISBN 92-64-23363-6, 142 p.

ENTREPRENDRE AU FÉMININ (1990)
(84 90 02 2) ISBN 92-64-23436-5, 112 p.

*L'ÉVALUATION DES PROGRAMMES POUR L'EMPLOI ET DES MESURES SOCIALES :
Le point sur une question complexe (1991)*
(81 91 01 2) ISBN 92-64-23537-X, 200 p.

*NOUVELLES ORIENTATIONS DANS L'ORGANISATION DU TRAVAIL :
La dynamique des relations professionnelles (1992)*
(81 92 01 1) ISBN 92-64-13667-3, 287 p.

ÉTUDE DE L'OCDE SUR L'EMPLOI : Données et explications (1994)
(deux parties)
(03 94 04 2) ISBN 92-64-24241-4, 542 p.

ÉTUDE DE L'OCDE SUR L'EMPLOI : La mise en oeuvre de la stratégie (1995)
(03 95 05 3) ISBN 92-64-24469-7, 38 p.

OCDE : PERSPECTIVES DE L'EMPLOI (publié annuellement) (juillet 1996)
(81 96 08 2) ISBN 92-64-24900-1, 244 p.

*STRATÉGIE DE L'OCDE POUR L'EMPLOI :
RENFORCER L'EFFICACITÉ DES POLITIQUES ACTIVES DU MARCHÉ DU TRAVAIL (1997)*
(81 96 07 2) ISBN 92-64-24908-7, 54 p.

LA DEMOGRAPHIE

TENDANCES DES MIGRATIONS INTERNATIONALES : SYSTÈME D'OBSERVATION PERMANENTE DES MIGRATIONS (SOPEMI) (1995)
(81 95 04 2) ISBN 92-64-24463-8, 254 p.

ÉTUDES SUR LA POLITIQUE DE SANTÉ

- No. 1 *LE SYSTÈME DE SANTÉ AMÉRICAIN À LA CROISÉE DES CHEMINS (1992)*
(11 92 03 2) ISBN 92-64-23780-1, 106 p.
- No. 2 *LE RÉFORME DES SYSTÈMES DE SANTÉ : Analyse comparée de sept pays de l'OCDE (1992)*
(81 92 02 2) ISBN 92-64-23791-7, 166 p.
- No. 3 *LES SYSTÈMES DE SANTÉ DES PAYS DE L'OCDE : Faits et tendances, 1960-1991 (1993)*
(81 93 05 2) ISBN 92-64-23800-X, Volume I et II, 482 p.
- No. 4 *LA SANTÉ : QUALITÉ ET CHOIX (1994)*
(81 94 01 2) ISBN 92-64-242213-9, 132 p.
- No. 5 *LA RÉFORME DES SYSTÈMES DE SANTÉ : ÉTUDE DE DIX-SEPT PAYS DE L'OCDE (1994)*
(81 94 10 2) ISBN 92-64-24250-3, 372 p.
- No. 6 *À LA RECHERCHE DE MÉCANISMES DE MARCHÉ : LES SYSTÈMES DE SANTÉ AU CANADA, EN ISLANDE ET AU ROYAUME-UNI (1995)*
(81 95 03 2) ISBN 92-64-24339-9, 96 p.
- No. 7 *NOUVELLES ORIENTATIONS DANS LA POLITIQUE DE SANTÉ (1995)*
(81 95 07 2) ISBN 92-64-24545-6, 104 p.
- No. 8 *LA RÉFORME DES SYSTÈMES DE SANTÉ : LA VOLONTE DE CHANGEMENT (1996)*
(81 96 02 2) ISBN 92-64-24662-2, 158 p.

ÉCO-SANTÉ OCDE (1997)

disponible en français et en anglais sur disquettes (Windows 3.11) ou CD-ROM (Windows 95/NT ou 3.11).

Prix de vente au public à la librairie de l'OCDE.
LE CATALOGUE DES PUBLICATIONS et ses suppléments seront envoyés
gratuitement sur demande adressée soit à l'OCDE, Service des Publications,
2, rue André-Pascal, 75775 PARIS CEDEX 16
soit au distributeur des publications de l'OCDE dans votre pays.

